

T 26

В. Н. ТВЕРДОХЛЕБОВ

ПРОВЕРЕНО
2000 г.

ГОСУДАРСТВЕННЫЙ КРЕДИТ

ТЕОРИЯ И ТЕХНИКА



ЛЕНИНГРАД :: 1924



Светлой памяти друзей

Романа Михайловича

Оржецкого

и

Михаила Исидоровича

Фридмана

СПбГУ

ОТ ИЗДАТЕЛЬСТВА

Редакция считает нужным отметить, что автор — не марксист и высказываемые им взгляды, особенно в последней (V) главе, касающейся международно-правовых проблем, отражают воззрения большинства европейских буржуазных экономистов. Таковы §§ о нарушении прав кредиторов и мерах против нарушения договора. В I главе трудно согласиться с некоторыми положениями, высказанными в § 4 (Война и финансы). Тем не менее мы считаем полезным напечатать этот труд ввиду того, что он знакомит со всеми современными вопросами государственного кредита, с новейшей эволюцией его после войны и с техникой обложения, столь важной для нас в виду постепенного развития займовой политики СССР. Мы обращаем особенное внимание на ч. III о реализации государственных займов и ч. IV о конверсиях и погашении.

ОТ АВТОРА

Государственный кредит приобрел в последнее время особенное значение на Западе и у нас. Между тем в русской литературе, кроме труда проф. М. И. Боголепова, „Государственный долг“, посвященного специальной теме о кредите, как источнике покрытия военных расходов, есть только несколько совершенно устаревших теоретических работ по госуд. кредиту. Это обстоятельство побудило автора издать свои лекции, читанные несколько лет тому назад в Политехническом Институте, переработав и дополнив их новейшими данными на основании имевшейся в его распоряжении скудной иностранной литературы; недостаток последней был отчасти восполнен обильным фактическим и литературным материалом в последнем издании курса проф. Жеза, посвященном гл. образом кредиту.

В. Т.

Июль 1924 г.

ГЛАВА I.

Понятие, условия и значение кредита.

§ 1. Понятие кредита.

Государственным кредитом мы называем совокупность кредитных отношений, в которых должником является государство. В понятии кредита заключаются поэтому 1) признаки, свойственные кредиту вообще и 2) отличительные признаки государственного кредита.

Общее понятие кредита переносится и на государственный. Те экономисты, которые определяют кредит, как доверие, вносят этот психологический момент и в частные определения: так, например, Небениус ¹⁾ определяет государственный кредит, как *доверие*, оказываемое правительству какой-либо страны в том, что оно будет добросовестно исполнять свои денежные обязательства, и мнение о достаточности средств, которыми оно располагает. Те, кто вслед за Книсом считают существенным объективным моментом кредитного отношения, отличающим его от купли-продажи и мены, раз'единение передачи равноценности во времени, определяют государственный кредит, как совокупность меновых сделок, в которых обмен совершается не в одно и то же время, а должником является государство или единицы самоуправления (Исаев) ²⁾.

Но большинство современных экономистов не довольствуются приведенным определением кредита, находя, что оно указывает лишь на внешний юридический момент данного экономического процесса. Сущность же последнего заключается в том, что имущество одного лица передается другому хозяйствующему субъекту для пользования им (Коморжинский) ³⁾. Применяя данное определение к государственному кредиту,

¹⁾ Fr. Nebenius. Der öffentliche Kredit. 2 Aufl. 1829, S. 7—8.

²⁾ А. Исаев. Государственный кредит. 1886, стр. 11.

³⁾ J. Komorzynski. Die nationalökonomische Lehre vom Kredit. 2. Aufl. 1909: „кредит есть такая форма частнохозяйственного оборота, посредством которой имущество передается в распоряжение другого хозяйства для пользования им (in fremde Wirtschaftsführung zur Nutzung dortselbst überstellt wird)“. Мы не останавливаемся на проводимом Коморжинским различии между передачей имущества и капитала.

можно характеризовать его, как передачу имуществ (капиталов) в пользование государства или иных принудительных союзов.

Субъектом государственного кредита является государство. Государственный кредит есть вид *публичного*, к которому относятся также кредитные отношения других публично-правовых союзов (земств, городов, провинций), построенные по одному типу с государственным кредитом. Не следует смешивать указанного значения термина „публичный кредит“ с другим: публичным кредитом часто называют облигационные займы, хотя бы и частные, заключаемые путем *публичной подписки*.

Поскольку публичное или финансовое хозяйство отличается от частного, постольку и публичный кредит представляет юридические и экономические особенности, отличающие его от частного; хотя кое-где встречаются формы госуд. кредита с характерными чертами частного (напр., с залогом имущества, поручительством), но они являются ныне исключением из общего правила, историческим пережитком от тех времен, когда государственное хозяйство носило частный характер. Леруа-Болье ¹⁾ указывает пять признаков, отличающих публичный кредит от частного: 1) государство *не может быть принуждено к уплате долгов*, подобно частному лицу; его обязательства имеют нравственный, а не правовой характер, 2) государство есть союз *вечный*, откуда следует возможность бессрочных, „рентных“ долгов и сохранение государственных обязательств при перемене правительства, 3) государство не соотносит своих расходов с доходами, 4) но зато доходы его *чрезвычайно эластичны*, наконец, 5) государственный кредит редко имеет специальное обеспечение. Если исключить 3-й и 4-й из указанных Леруа-Болье признаков, не имеющих непосредственного отношения к кредиту, то остаются *три* отличия: 1) этический характер обязательств, 2) возможность вечных долгов и 3) отсутствие специальных обеспечений.

Что касается первого — невозможности принудить государство к уплате долгов, оно безусловно лишь по отношению к собственным поданным-кредиторам. Относительно обязательств пред иностранцами и иностранными государствами вопрос спорен: как мы увидим ниже, иностранные кредиторы имеют часто возможность принудить государство должника к исполнению своих обязательств, хотя это принуждение применялось до сих пор лишь к политически слабым государствам и не может считаться общепризнанной правовой нормой.

Третье различие — отсутствие специального обеспечения — многими не считается существенным: „обеспечением кредита вообще, говорит И. И. Кауфман ²⁾, является *производительность экономических факторов*, которым кредит оказывается. Предпринимательский капитал в его неопределенной целостности (кредит бланковый, личный) или в ясно указанной части (кредит вещный, залоговый) является *добавочным* обеспечением, форма которого не имеет существенного значения. Нам кажется, что Кауфман напрасно затушевывает отмеченное различие: современный

¹⁾ P. Leroy-Beaulieu. Traité de la science des finances. 8 ed. T. II. p. 209—214.

²⁾ И. Кауфман. Кредит, банки и денежное обращение.

государственный кредит наиболее ярко характеризуется, именно, отсутствием специальных обеспечений, в историческом развитии он освобождается от них по мере того, как теряет частно-хозяйственный характер.

Но с экономической точки зрения гораздо важнее другая его особенность, отмеченная Кауфманом, а именно его *производный* характер: кредит государства имеет своим основанием связь с производительными силами народного хозяйства, связь, в силу которой правительство получает известную долю плодов этих сил; публичные союзы большей частью не создают сами средств для своего хозяйства, являясь по преимуществу потребительскими, а не производительными союзами, получая свои доходы, главным образом, *со стороны*. Следовательно, государственный кредит основан на косвенной производительности его финансовых ресурсов. Кредит поэтому не есть самостоятельная сила финансового хозяйства, а только прием, ведущий к наиболее быстрому собиранию, к *мобилизации* дохода. Конечным должником, собственно, является плательщик налогов: „государственный кредит, говорит Вреден ¹⁾, заключается в том, что доверитель-капиталист ссужает заемщика-податного при посредстве общественной сферы, как вечного учреждения. Заем государства — это реализованная сумма будущих платежей налогов“. Однако, между налогом и займом есть существенное различие: нормальный источник и предел подати — чистый хозяйственный доход всех податных лиц, тогда как источником займа служит *ссудный капитал* некоторых лиц, ищущих доходного помещения (Вреден), как это видно из анализа его народно-хозяйственных функций (см. § 5).

§ 2. Условия применения кредита.

Господствующая в финансовой науке социально-политическая школа ставит вопрос так: „когда и при каких условиях государство должно прибегать к кредиту для покрытия расходов?“ А. Вагнер ²⁾ (а за ним почти все немецкие теоретики) основывает „теорию покрытия государственных расходов“ на разграничении обыкновенных и чрезвычайных потребностей и расходов, а для определения тех и других пользуется категориями оборотного и основного капитала: „обыкновенными расходами называются периодически повторяющиеся затраты в государственном хозяйстве оборотного капитала, т. е. затраты благ, всей своей ценностью переходящих в течение финансового периода в произведенные блага (услуги государства)“, а „чрезвычайные расходы — непериодические затраты, производимые в большом размере от времени до времени; действие их распространяется за пределы текущего

¹⁾ Э. Вреден. Финансовый кредит. 1871, стр. 193.

²⁾ А. Wagner. Die Ordnung der Finanzwirtschaft und der öffentliche Kredit. Schönberg's Hdb. d. P. Oek. (4 Aufl.). 1897. B. III, S. 780—6.

финансового периода, а потому обычно не ожидается скорое их повторение“.

Чрезвычайные расходы могут быть двух видов: А) затраты, служащие основанием продолжительного пользования, т. е. представляющие собой, с точки зрения народного хозяйства, основной капитал (*stehende Kapitalanlage*); они могут быть: 1) частно-хозяйственного характера, как, например, покупка каких-либо доходных имуществ (земель, фабрик), постройка железных дорог и т. п., или 2) „государственного“ характера, как, например, расходы на крупные реформы, поднимающие благосостояние или культурный уровень страны и создающие так называемый „нематериальный“ капитал.

В) Второй вид чрезвычайных расходов „вызывается временными чрезвычайными („ненормальными“) затруднениями при осуществлении государственных задач: они представляют большую часть убыток для народного хозяйства без равноценной ему материальной или нематериальной выгоды; таковы расходы, вызванные войнами, природными бедствиями (напр., неурожаем) и т. д. Эти расходы тоже неперiodичны, но в отличие от чрезвычайных расходов первого рода они ни прямо, ни косвенно не могут быть названы производительными“.

В соответствии с характером расходов должны быть и средства их покрытия: обыкновенные расходы следует покрывать из обыкновенных доходов (главным образом, налогов), а чрезвычайные расходы первой категории (А: служащие основанием продолжительного пользования) — путем кредита; однако, и здесь кредит безусловно применим лишь к частнохозяйственным затратам на доходные предприятия и лишь „условно, т. е. в некоторых случаях“ применим к „государственно-хозяйственным затратам“, так как здесь не всегда возросшим долговым платежам соответствуют увеличившиеся государственные доходы; еще менее вероятно увеличение доходов при чрезвычайных расходах 2-й категории — военных и иных, и потому желательно покрывать их по возможности *хоть отчасти* из податных источников (военных налогов) ¹⁾.

Изложенная теория Вагнера вносит в определение условий кредита совершенно ненужные осложнения, пользуясь для определения обыкновенных и чрезвычайных расходов аналогией с оборотным и основным капиталом: перенося из области народного хозяйства указанные термины, мы невольно привносим вместе с ними ряд связанных с ними признаков, чуждых изучаемым нами явлениям (государственного хозяйства); подобные аналогии опасны и большею частью бесполезны. Да и самое деление расходов на обыкновенные и чрезвычайные бесполезно для выяснения условий применения кредита, так как сам Вагнер признает, что некоторые чрезвычайные расходы следует, по возможности, покрывать обыкновенными доходами. Наконец, Вагнер, говоря о неперiodичности расходов или ненормальной величине

¹⁾ *Ib.*, S. 792.

их, как основании для применения кредита, оставляет без внимания другой случай — неожиданность расхода.

И тем не менее попытка Вагнера установить связь между характером расхода и нормальными условиями применения кредита имеет серьезное значение: хотя реальные условия часто резко расходятся с „принципами“ теории, поскольку эти принципы основываются на *объективных началах технической целесообразности*, они имеют право гражданства в финансовой науке ¹⁾; в данном случае исходной посылкой служит равновесие финансового хозяйства, баланс доходов и расходов в финансовом плане. Спрашивается, при каких условиях можно пользоваться кредитом, не нарушая равновесия будущих бюджетов? Условия эти следует искать в назначении, величине и моменте расхода. По назначению расхода можно различать, вслед за Вагнером, следующие случаи применения кредита:

1) расходы с производительным в частно-хозяйственном смысле назначением,

2) затраты производительные в народно-хозяйственном смысле и

3) чрезвычайные расходы в моменты бедствий ²⁾.

(I). В первом случае (при постройке доходных железных дорог, устройстве копей, государственных банков) обычно предполагается увеличение дохода, которое должно покрыть платежи по займам; здесь *заем даже предпочтительнее налога*, так как вполне оправдывается рентабельностью предприятий и не грозит нарушением равновесия будущих бюджетов. Но в государственных предприятиях нередко тесно переплетаются частно-хозяйственные, народно-хозяйственные и политические цели, и потому далеко не всегда соблюдается принцип рентабельности, хотя бы, например, при постройке стратегических железных дорог и т. п. В этих случаях к „частно-хозяйственным“ затратам приложим тот критерий государственно-хозяйственной полезности; с точки зрения которой обсуждается применение кредита при расходах 2-й категории.

(II). Государственно-хозяйственные затраты (на улучшение благосостояния, на реформы юстиции, землевладения, образования и т. п.) могут быть чрезвычайно полезными, поднять культурный и экономический уровень населения, а с ним и платежеспособность его, но непосредственно доходов государства они не увеличивают; следовательно, к ним неприменима оценка с точки зрения финансового равновесия. Если бы экономические последствия займов и расходов такого рода не были бесконечно сложны, можно было бы определить их выгодность для народного хозяйства вообще, подсчитать, так сказать, их национально-экономический баланс. Но даже чисто экономические затраты на улучшение путей сообщения, на орошение, осушку болот трудно поддаются учету; что же касается расходов на культурные цели, то экономическая ценность их, как она ни несомненна, не подлежит измерению; несоизмеримость этих ценностей лишает их экономического характера; к ним неприменим объективный числовой кри-

¹⁾ В противоположность пресловутым „принципам справедливого обложения“.

²⁾ Ср. v. Heckel. Lehrbuch d. Finanzwissenschaft. 1911. II, S. 373—4.

терий оценки; мы здесь переходим в область этических ценностей, субъективных оценок, лежащих вне пределов финансовой науки.

К проблеме распределения податного бремени между отдельными группами наличного поколения, „справедливое“ решение которой вне компетенции науки, многие присоединяют столь же субъективный вопрос: в какой мере мы имеем право обременять платежами по долгам наших потомков? Леруа-Болье, ставя этот вопрос, не сомневается в нашем праве вообще и ставит лишь требование, чтобы каждое поколение не уменьшило унаследованной им суммы народного богатства; большего требовать от него нельзя; в действительности, даже в эпохи крайне быстрого роста задолженности (Англии 1793—1815) рост народного богатства почти всегда значительно превышал рост долгов и, следовательно, поколение 1815 г. „не имело основания жаловаться“ на своих отцов¹⁾. Если бы даже мы согласились с такой постановкой вопроса, мы все-таки не имели бы объективного критерия для решений в конкретных случаях.

(III). Третья категория расходов, вызываемых войнами и другими бедствиями, не возбуждает никаких сомнений насчет своей непроизводительности в частно-хозяйственном смысле и находит мало апологетов, доказывающих их „производительность в государственно-хозяйственном смысле“ (немецкие экономисты К. Дитцель и Л. ф.-Штейн). Эти расходы увеличивают пассив финансового, а большую часть и народного хозяйства, а потому финансовая „теория“ рекомендует покрывать их „по возможности“ налогами; с точки зрения финансового баланса это требование — вполне основательно. Но если непроизводительное назначение означенных расходов не дает „права переносить часть бремени на будущие поколения“, то величина их заставляет вопреки всем вышеуказанным соображениям обращаться к займам: займы здесь часто неизбежны, хотя бы были нежелательны „с точки зрения интересов наших потомков“.

Следовательно, относительная величина расхода, его ненормальность служит самостоятельным основанием обращения к кредиту. Оставляя пока в стороне реальные причины, побуждающие современные государства к займам вместо увеличения налогов, нужно заметить, что при всякой податной системе и при самом демократическом государственном строе есть известный предел для повышения налогов, за которым неизбежен заем; высокие налоги сокращают потребление, а следовательно, и производство, тормозят развитие производства, ведут к сильному повышению процента на капиталы, ведут к контрабанде или сокрытию дохода, издержки взимания поднимаются до уровня значительно сокращающего чистый итог поступлений (об этом ниже).

Наконец, третьим условием, которое заставляет при внезапных бедствиях, войнах и других непроизводительных затратах обращаться к кредиту, является неожиданность расхода: повышение ставок налога не может дать государству в краткий срок таких значительных

¹⁾ Ib. p. 258. Об этом ниже в § 4.

сумм, какие можно получить путем кредита. Особенное значение имеет быстрота мобилизации средств в первые моменты войны, которые нередко (в современных войнах в особенности) решают ее исход.

Резюмируя сказанное относительно условий применения кредита, мы можем с точки зрения финансового баланса и техники выставить следующие положения:

а) при производительных (в частно-хозяйственном смысле) предприятиях желательны займы, а не налоги; б) полезные культурные и экономические мероприятия государства могут осуществляться с помощью кредита, если размеры расхода так велики, что покрытие их путем повышения налогов отрицательно отразилось бы на экономическом благосостоянии страны, а с другой стороны ожидается усиление, благодаря этим мероприятиям, платежеспособности населения в будущем; в) при непроизводительных расходах приходится прибегать к кредиту, если размеры их очень велики, превышая нормальные силы ежегодного бюджета, или если эти расходы неожиданны ¹⁾.

§ 3. Неожиданные расходы и средства их покрытия. Запасы или кредит?

Остановимся на *неожиданных* расходах—третьем из перечисленных выше условий обращения к кредиту. К таковым следует отнести прежде всего внезапное объявление войны и *мобилизацию*. Известно, какое громадное значение для военных успехов имеет быстрота мобилизации: „аванс на три дня в мобилизации, писал Бернгарди, дает громадный перевес над противниками“. Поэтому государство должно иметь наготове необходимые средства, чтобы сразу бросить к границам свои миллионные армии — в этом первое условие „*финансовой боевой готовности*“. Наряду с военной мобилизацией могут быть и другие случаи внезапных крупных расходов, вызванных такими, например, бедствиями, как недавнее японское землетрясение, извержение вулканов, наводнения.

В финансовой литературе до сих пор рекомендуется для этих случаев, наряду с кредитом или вместо него, образование *запасных фондов*. Такие фонды играли в древности серьезную роль и составляли необходимое условие для ведения войн: персидские цари и боровшиеся с ними греческие республики одинаково накапливали в мирное время военные фонды, Рим предназначал для этой цели поступления *augur vicestimium* (налога с вольноотпущенников), хранившиеся в храме Сатурна. То же мы видим в средние и новые века, особенно в Пруссии XVII и XVIII веков с ее бережливыми курфюрстами и королями. Но и современ-

¹⁾ Ср. мою статью „Государственный кредит“ в „Словаре юрид. и госуд. наук“ Волкова и Филиппова. Вып. VI, стр. 432—4.

менная Германия не отказалась от традиционной прусской системы: выделив из французской контрибуции 120 мил. марок, дополнив их в 1913 г. за счет выпуска Reichskassenscheine, она хранила этот военный фонд в Шпандау.

Спрашивается, нужно ли теперь, при современном развитии кредита, прибегать к запасным фондам? Многие финансисты считают их бесполезными и находят, что они попусту лежат в казначействах, между тем как промышленность лишается необходимых денежных капиталов. Нет сомнения, что для ведения современных войн никаких запасных фондов не хватило бы надолго. Но для расходов первых дней — по мобилизации — авторитетные представители финансовой науки, как А. Вагнер, Леруа-Болье ¹⁾ и др., считают фонды необходимыми: займы требуют все-таки некоторого времени, а между тем важен именно первый момент, выигрыш одного-двух дней. „Глупо жалеть для такой цели каких-нибудь 5 мил. процентов на военный фонд“, писал Лансбург ²⁾. „К тому же можно избежать потери процентов на лежащий в казначействе капитал путем выпуска особых неразменных, но принимаемых казначейством в платежи, билетов на предъявителя на сумму равную фонду. Часть фонда можно держать в ценных бумагах, легко реализуемых в случае войны; в этом отношении следует отдавать предпочтение облигациям какого-либо нейтрального государства и вообще иностранным ценностям, так как туземные трудно реализовать при объявлении войны. Так, напр., Германии выгоднее держать облигации займов Соединенных Штатов, чем германских государств. Нельзя отрицать небольшой потери для народного хозяйства, но ведь фонды и не должны быть значительными, служа лишь для расходов нескольких дней или недель“. „Есть, правда, другой способ быстрой мобилизации средств — позаймствования в центральном эмиссионном банке с расширением эмиссионного права и прекращением размена (установлением принудительного курса), но это средство может быть применено только в странах с прочным денежным обращением; в противном случае оно приводит к расстройству всей денежной системы“. Так писали защитники военных фондов перед минувшей войной.

Все эти рассуждения были опрокинуты грозной действительностью: запасный фонд совершенно потонул в расходах Германии даже первых дней мобилизации; другие страны отлично обошлись без него; прекращение размена и позаймствования у эмиссионного банка оказались главным орудием финансовой мобилизации (к сожалению, в большинстве стран не только в первый момент войны). Дилемма — запасы или кредит — практически исчезла.

В России роль запасного фонда сыграла в японскую и последнюю войну *свободная наличность* казначейства, достигавшая в 1904 г. 400 м., а в 1914 г. — 500 м. р.; суммы эти были гораздо больше германского

¹⁾ о. с. 11, livre 11, ch. 2. p. 219 (8-me éd. 1912), ср. также Sydow, Theorie u Praxis... d. französ. Staatsschuld. 1903. М. Проф. И. Боголенов тоже одобчительно отзывается о запасных мобилизационных фондах (цит., соч. стр. 228 и 229), выдвигая между прочим мотив, что они *облегчают заключение займов*.

²⁾ A. Lansburgh. Kriegskostenendeckung. Die Bank. 1911. August.

запасного фонда и в японскую войну оказались значительным подспорьем при мобилизации ¹⁾. Но уже в 1914 г. роль их была мало заметной; к тому же принесенная польза более, чем уравнивалась вредными последствиями для народного хозяйства и культурного развития такого накопления средств „в прок“ за счет податного напряжения и урезывания необходимых расходов. Вообще при современной денежно-кредитной системе финансовая боевая готовность в тесном смысле слова, т. е. возможность *неожиданной* быстрой мобилизации средств, достигается не запасами и бюджетными остатками, а надлежащей организацией эмиссионных банков и здоровым состоянием денежного обращения и кредита в стране.

§ 4. Война и финансы ²⁾. Налоги или займы?

К расходам, на покрытие которых *приходится* прибегать к кредиту, относятся *непроизводительные* расходы, значительно *превышающие нормальные источники доходов*, как-то: расходы, вызванные войнами, революциями и их последствиями и другими событиями. Наиболее частым поводом являются *войны*.

Современные войны требуют колоссального финансового напряжения: „Время локализованных войн прошло“, говорит Жез, „отныне конфликт между великими европейскими державами будет означать всеобщий конфликт за мировое господство“; „ныне не воюют больше из-за второстепенных вопросов или династических интересов: на карту ставится самое существование государств, а такая война за существование неизбежно *длительна и беспощадна*“; наконец, роль вооружения и вообще *материального снабжения* в современной войне вызывает затраты сотен миллиардов (р. 347). Минувшая война, обошедшаяся в *1100 миллиардов франков*, во много раз превысила все расчеты экономистов накануне ее (напр. Леруа - Волье), даже казавшиеся абсурдно преувеличенными предсказания Влоха в его книге „Будущая война“. Какими ничтожными в сравнении с этой цифрой кажутся расходы даже франко-прусской войны 1870 г. (9,82 млд. фр.) или русско-японской (10,8 млд.).

К *непосредственным* издержкам на *фронте* присоединяются расходы *тыла*, мобилизация промышленности, транспорта, содержание

¹⁾ Ср. Leroy Beaulieu, p. 222. Нам кажется, что Л. Б. преувеличивает ее роль: она не избавила от заключения займов на невыгодных условиях. К тому же происхождение и „текущий“ характер ее вряд ли позволяют приравнять ее к запасным фондам.

²⁾ М. И. Богданов. Государственный долг. 1910. — G. Jèze Cours. 6 éd. (1922) T. I. ch. X. — I. Riesser. Finanzielle Kriegsbereitschaft und Kriegsführung. 2 Aufl. 1913. — Etheberg. Kriegsfinanzen 1917. — F. Flora. Le finanze della guerra. 1912. — L. Einaudi. La finanza della guerra 1914. — M. Evesque. Les finances de guerre au XX siècle. 1914. — Статьи G. Jèze, Seligman, Gottlieb и др. в Rev. de science et de législ. financière. 1914—1920. E. Seligman. Essays, 9 éd. 1921, ch. XXIII и В. Твердохлебов. Нов. фин. проблемы, гл. I.

семей призванных. По окончании войны наступает длительная и тяжкая расплата...

Теперь, больше чем когда-либо, подтверждается старая поговорка: *resunia nervus belli*. Поэтому государство должно столько же заботиться о „финансовой боевой готовности“, сколько о военной боевой готовности: если оно не в состоянии добыть необходимые для войны денежные средства, то миллионные армии, прекрасно обученные и вооруженные, не принесут победы; они вскоре начнут голодать, а их военное снабжение истощится. Финансовая боевая готовность была модной темой в Германии перед войной; с 1912 года она не сходила со страниц печати. Она состоит, по определению М. И. Боголепова, в том, что „государство имеет возможность без особых затруднений и осложнений, не доводя государственные финансы до явного упадка и не расстраивая народно-хозяйственных отношений, найти сразу огромные средства для мобилизации военных сил страны и для покрытия военных издержек“. В этом определении охвачены понятия финансовой боевой готовности в тесном смысле слова (т. е. на случай неожиданной мобилизации) и в широком смысле — финансовых средств для ведения войны вообще. „Эти средства, говорит Боголепов, находятся в народном хозяйстве; для боевой готовности нужны „сильное народное хозяйство и должная организация экономических сил (банков, биржи и пр.)“. Первое нужно для безболезненного и успешного повышения *налогов*, второе составляет необходимое условие *займов*. Если для момента мобилизации спорят о сравнительных преимуществах запасных фондов и кредита (в эмиссионном банке), то для дальнейшего ведения войны возможен выбор между двумя нормальными источниками: *налогами и займами*.

„Налоги или займы“?

Это — старый спор: он велся и в XVIII веке, и в начале XIX-го (Рикардо и др.); в немецкой литературе вопрос дебатировался накануне войны (Дитцель, Лансбург) в связи с общей проблемой о финансовой боевой готовности, при чем решался в пользу займов; но особенно разгорелся спор уже во время войны в Англии и Соед. Штатах, где ряд видных экономистов (Pigou, Sprague, Patten, Allen и др.) выступили резкими противниками займов и настаивали на покрытии военных расходов в большей части или даже всецело (1) налогами. Отношение к разбираемому вопросу определяется прежде всего общим отношением к государственному кредиту: принципиальные противники его настаивали, разумеется, на вреде займов и во время войны, а такие панетиристы кредита, как К. Дитцель и Штейн, считали военные займы „производительными“ затратами народных средств. Но мы не будем пока останавливаться на отношении к государственному кредиту в финансовой литературе, ограничившись анализом доводов *pro* и *contra* займов и налогов *во время войны*.

Сторонники займов доказывают, что (1) они дают возможность государству мобилизовать громадные суммы, которых нельзя получить путем налогов, (2) *рассрочивают* затем платежи казны на значительный

период времени, (3) займы впитывают *свободные*, ищущие помещений, капиталы и сбережения, тогда как высокие военные налоги ложатся на всех граждан, хотя бы и не имеющих свободных средств; (4) высокие налоги ставят часто промышленников или сельских хозяев в *затруднительное* положение, заставляя их для уплаты налогов обращаться к кредиту, большей частью на гораздо *менее выгодных* условиях, чем кредит государства. Всецело покрыть налогами расходы современных войн невозможно, покрыть ими *значительную* часть военных расходов можно только за счет расстройств народного хозяйства. „Займы, говорил сто лет тому назад французский министр финансов Лафит, берут средства там, где они есть, а налоги там, где их нет“. „Кредит позволяет плательщикам налогов подготовиться и приспособиться к возлагаемому на них бремени“ (Скотт). Поэтому „*субъективное*“ бремя войны (т. е. жертвы населения) может быть с помощью займов облегчено для наличного поколения и частично перенесено на будущее. Польза государственного кредита в этом отношении та же, что и польза частного (Селигман). „Заем, и именно добровольный заем, писал десять лет тому назад Лансбург, служит лучшим средством покрытия военных издержек“ ¹⁾.

Противники займов выдвигают против них экономические, политические и социальные соображения: займы отвлекают на десятки лет капиталы от производительного потребления, повышая ссудный процент; они, в противоположность налогам, *не сокращают непроизводительного потребления*, создавая в стране иллюзию богатства, и *способствуют росту цен*, тогда как высокие налоги побуждают к сокращению потребления. Займы освобождают имущие классы от значительных жертв и надолго закабаляют им остальное население платежами процентов; они усиливают социальное неравенство, являясь выражением капиталистических интересов. Облегчая получение средств для ведения войн, они поощряют империалистические тенденции и завоевательные планы господствующих классов, тогда как высокое обложение умеряет их пыл и заставляет парламенты осторожнее относиться к военным расходам. Займы перебрасывают бремя войн с настоящего на *будущие поколения*, веповинные в них.

Страна покрывает издержки войны и при займах *наличными* своими средствами, но *переплачивает* из-за них вдвойне или даже втрое: потребители — на росте цен, капиталисты — на обесценении денежных

¹⁾ Литература по дан. вопр. (см. Seligman. *о. с.*, ch. XXIII: подробная библи.): H. Dietzel. Kriegssteuer oder Kriegsanleihe? Tüb. 1912. — Pigou. The economies of war. Econ. Journ. 1917, march и статьи в Contemp. Review 1915, dec. и 1916 april. — O. Sprague. Loans and taxes in war finance. Amer. econ. review 1917, march. Suppl. и его же: The conscription of income. Econ. Journ. 1917, march., а также Annals of amer. acad. of pol. and soc. science, 1918: Financing of war. Dana Durand. Taxation vs. bonds issues for financing of the war. — F. Anderson. Fundam. factors... J. of polit. econ. 1917. — Davenport в Amer. econ. review. 1919. — C. Bogart. War costs and their financing. N. J. 1921. — W. Scott. The adjustment of war expenditure. 1912. A. Viti de Marco. Contributo alla teoria del prestito publico in Saggi di econ. e finanze. 1898. M. Pantaleone. Imposta e debito. Scritti varii. 1910. — B. Grizziotti. La diversa pressione tributaria dei prestiti e della imposta, in Giorn. degli economisti. 1917, и мн. др.

фондов (процентных бумаг), а казна — на платеже процентов, премий и пр. (Спраг, Паттен). Военные затраты Англии на войну, по мнению Аллена и Джибсона, были бы в полтора-два раза меньше, если бы правительство сразу обратилось к высоким налогам, а не оттягивало реформы на два года.

Чтобы разобраться в этом споре, нужно очистить поле от многих, вносящих путаницу, недоразумений, в частности, нужно отделить вопрос об источнике средств, затрачиваемых на войну, от вопроса о распределении платежей по заключенным для нее займам.

Реальные блага, потребляемые и истребляемые во время войны, не могут быть взяты от будущих поколений; при всякой системе покрытия военных расходов — при займах и налогах — они изымаются из наличных средств страны, отвлекая промышленность от изготовления полезных предметов и орудий производства, создавая „военную промышленность“. Они имеются в ограниченном количестве, производятся б. ч. уже в течение военных действий и сокращают производство других предметов. Если страна не отрезана от нейтральных государств, она добывает недостающие блага из-за границы, ухудшая свой торговый баланс; если она отрезана, потребление резко сокращается. Цены на товары быстро растут в обоих случаях.

Для того, чтобы ослабить в этом отношении вредные последствия войны, нужно сократить непроизводительное потребление, необходима борьба с роскошью и сугубая бережливость. Вот тут-то и выступает различие между займами и налогами: высокие налоги понуждают состоятельные классы к бережливости, тогда как займы создают „банковую инфляцию“ и способствуют опасному лозунгу: *business as usual*.

Правда, не следует преувеличивать роли этого фактора: доля народного дохода, которая может быть сбережена, ограничена. Чтобы ясно представить себе это, разделим ежегодный валовой народный доход (Д) на следующие составные элементы: 1) долю, идущую на восстановление средств производства (с), 2) заработную плату рабочих (v) и 3) прибавочную ценность, а последнюю — на (а) долю, потребляемую капиталистами, (б) идущую на расширение производства и (в) на содержание непроизводительных классов населения: государственного аппарата, ученых, артистов и проч.

$$Д = с + v + (а + б + в).$$

Во время войны обыкновенно (не всегда) сокращается (с) — обновление оборудования и оборотного капитала *невоенных* промышленных предприятий, резко падает доля прибавочной ценности, идущая на расширение производства (б); эти капиталы, освобождающиеся из-за сокращения или нерасширения производства, составляют главную долю средств, которые могут быть обращены на нужды войны, так как сбережения рабочих, чиновников, лиц свободных профессий играют в большинстве стран второстепенную роль (за исключением Франции и Соед. Штатов). Капиталы эти могут быть взяты в форме налогов или займов (*внутренних*). А „внутренний долг“ представляет собой не что иное, как

перераспределение богатства внутри страны. Он означает, что некоторые граждане, в обмен на предоставленные ими средства... получают притязания на часть *будущих, производимых их соотечественниками, благ и услуг*" ¹⁾.

Понятно, что капиталистам выгоднее отдавать (с) и (б) в форме займов, чем в форме налогов: они сохраняют и капитал, и доход с него, если только обесценение бумажно-денежной валюты не приводит к фактической экспроприации держателей государственных займов, как это имело ныне место в Германии, Австрии и ряде других стран. И обратно, для большинства населения по той же причине *налоговый путь предпочтительнее*.

Проф. Кауфман развивал поэтому мысль, что внутренний государственный кредит получил современное значение, главным образом, *благодаря неравномерному распределению налогов*: если бы налоги были равномерно распределены, сообразно имущественной состоятельности, то капиталистам было бы, мол, безразлично, уплатить ли налог или подпиться на заем; всякий дал бы из своего имущества пропорциональную ему сумму ²⁾.

Нужно заметить, что имущество отдельных граждан не в равной доле находится в *свободном* состоянии: у одного — недвижимость, у другого — оборотный капитал, у третьего — сбережения в банке. Очевидно, что последним двум легче уделить часть имущества, чем первому. Трудность „мобилизации“ недвижимости служила главным камнем преткновения чрезвычайных поимущественных налогов. Но, принимая во внимание указанное ограничение, нельзя не согласиться с общей мыслью Кауфмана.

Не тормозят ли однако высокие военные налоги производительную деятельность, не обескураживают ли предпринимателей? На это резонно отвечают (Jéze, 359—60), что во время войны производство *невоенное* сокращается независимо от налогов, вследствие сокращения потребления предметов роскоши и второстепенной потребности; соответственные предприятия большей частью приспособляются к производству военного снаряжения, более прибыльному; след., налоги вряд ли играют какую-нибудь роль.

Итак, высокие налоги во время войны — лучшее средство борьбы с ростом цен и стимул к бережливости.

Переходим к *будущим поколениям*. Как отражаются на них военные налоги и займы?

Рикардо, будучи *противником* займов, тем не менее полагал, что для будущих поколений безразлично, уменьшился ли переданный им предшествовавшим поколением капитал в силу уплаты налогов на 20 мил. ф. или увеличились ежегодные платежи на 1 мил. ф. процентов по займам, точно так же, как для частного наследника наследство в 20 тыс., подлежащее (5% - ному) налогу, равноценно наследству в 19 тыс., свободному от обложения ³⁾. Итальянские писатели (Тангера, Вити де, Марко и др.),

¹⁾ А. Н. Gibson. British finance during and after the war. 1921, p. 217.

²⁾ Статья „Государственные долги“ в Вестнике Европы, 1872. № 4.

³⁾ Works. 1852. Essay on the funding system, p. 558—9.



защищая политику займов, развивают ту же идею: уменьшение народного капитала, наследуемого будущим поколением, говорит Тангора, происходит в обоих случаях, и пожалуй, в случае замены займов чрезвычайным налогом, оно было бы еще большим.

Г. Жез выдвигает против этого положения Рикардо ряд соображений, по нашему мнению, несущественных, или таких, которые можно с тем же основанием выдвинуть в пользу опровергаемой им теории: 1) состав населения, говорит он ¹⁾, изменяется благодаря эмиграции и различной размножаемости отдельных классов; новые поселенцы и потомки беднейших классов заинтересованы в том, чтобы не платить по займам потомкам кредиторов государства; 2) изменения в составе отдельных классов (обогащение одних семей и обнищание других) ослабляет влияние уплоченных во время войны высоких налогов на будущее поколение; 3) количество населения и богатство страны могут возрастать или уменьшаться, и в *обоих* случаях (?), по мнению Жеза, будущим поколениям выгоднее, чтобы военные расходы были покрыты налогами, а не займами; 4) *состав имущества* отдельных лиц подвергается изменениям; 5) *изменяется и податная система* в сторону обложения имущих или обратно, а в зависимости от этого изменяется и отношение различных классов к разбираемой проблеме.

Но ведь с изменением в составе отдельных классов (п. 2) и в имущественном положении отдельных лиц (п. 4) соответственно меняют владельцев и облигации государственных займов, а следовательно, новые богачи так же выгадывают от займов, как и прежние кредиторы.

Отношение иммигрантов (п. 1) к остальному населению в большинстве стран ничтожно, так что их можно игнорировать. Что касается *изменений в народном богатстве*, если, по мнению Жеза, и рост его, и уменьшение одинаково отражаются на отрицательном отношении будущих поколений к займам (р. 272), то, значит, этот момент никакого влияния не оказывает: нельзя же утверждать, что два противоположных процесса ведут к одинаковому результату. Нам кажется поэтому, что возражения Жеза против положений Рикардо неосновательны. Если отвлечься от влияния займов на *размер* военных затрат и от проблемы распределения доходов, то будущим поколениям безразлично, были ли эти затраты покрыты налогами или займами.

Но дело в том, что займы, как выше сказано, облегчают военные расходы, встречая меньше сопротивления, чем налоги, и потому *содействуют увеличению* их; они не ведут, подобно налогам, к сокращению потребления во время войны, парализующему отчасти ее вредное влияние, и, главное, они поддерживают неравномерное распределение доходов, позволяя капиталистам отдавать прибавочную ценность в ссуду, вместо безвозвратного податного платежа. Вот с этой точки зрения — *распределения расходов между отдельными классами* — наша дилемма важна и для потомков.

Платеж процентов упадет на те или иные общественные группы будущих поколений в зависимости от характера податной системы *после*

¹⁾ Cours I, 2-me partie, ch. IV, p. 270 — 73.

войны. Если бы налоги падали на состоятельные классы, то они несли бы после войны бремя расплаты по займам вместо уплаты налогов во время войны. Но в действительности по миновании опасности начинается обычно понижение военных налогов, и платежи по займам обременяют все население.

С другой стороны *рост богатства* понижает „субъективную стоимость“ этих платежей, их отношение к народному доходу¹⁾. Наконец, *обесценение денег* уменьшает их *реальную* ценность: катастрофическое падение марки и других бумажных валют освободило соответственные государства от их внутренних долгов, и с точки зрения народного хозяйства в целом такая фактическая экспроприация кредиторов государства представляется, пожалуй, выгодной, хотя она подрывает государственный кредит и приводит к величайшей несправедливости, разоряя тех, кто нес свои сбережения государству вместо того, чтобы скупать земли, драгоценности или иностранную валюту. Но и независимо от бумажно-денежного обращения покупательная сила денег, даже металлических, часто падает: тогда кредиторы теряют, а государство выгадывает. Бывает и обратный процесс с противоположными последствиями (Жез, стр. 275—6).

Суммируя сказанное, мы приходим к выводу, что покрытие военных расходов займами в общем выгоднее для капиталистов и невыгодно для широких слоев населения и для народного хозяйства в целом. Будущим поколениям займы невыгодны, лишь поскольку они способствуют увеличению военных расходов и, следовательно, уменьшают наследуемый ими чистый народный капитал (*patrimoine net.*).

Практически вопрос сводится лишь к тому, должны ли займы или налоги *преобладать* в покрытии военных издержек (*к удельному весу* того и другого средства), так как в современной войне совершенно немыслимо обойтись без займов одними налогами: утверждения Спрага и Паттена, будто Соед. Штаты могли добыть 35 миллиардов долларов путем повышения ставок налогов, явно преувеличены. С другой стороны, французская и германская практика покрытия военных расходов всецело займами, поддерживавшаяся большинством немецких экономистов, губительна и приводит в конечном счете к самому опасному методу финансирования войны путем *бумажных денег*. Решение вопроса — между этими крайностями и зависит от конкретных условий каждой страны.

„Истина“ не должна быть непременно ровно *посередине*, как решил американский м-р финансов Мак Аду, предложивший покрывать налогами ровно *половину* военных расходов (*fifty fifty theory*). Почему именно *половину*, автор ничем не мотивировал.

Во Франции правительство выражало „благое“ пожелание о покрытии налогами *процентов по военным займам*. В Англии выдвинут был принцип покрытия налогами *части* военных расходов, а по окончании войны — пенсий, ликвидационных расходов, процентов и умеренного (*reasonable*) погашения займов; Соед. Штаты стремятся с помощью бюджетных убытков *быстро* погашать военные долги.

¹⁾ Яркий пример тому дала Англия в XIX веке.

Фактически ни одно из воевавших государств не осуществило поставленной себе задачи в полной мере. Англия, державшаяся во всех войнах правила покрытия налогами части военных расходов, и в минувшую войну резко повысила податные ставки (подходного и др. налогов) и покрыла *приростом* налоговых поступлений 17% расходов на войну, при чем эта доля возрастала с 1914 по 1918 г.г. с 7,3 до 26%¹⁾. Но *значительные* повышения ставок, несмотря на речи Ллойд-Джорджа, доказывавшего их необходимость с моральной, экономической, финансовой и политической точки зрения, начались лишь с конца 1915 и даже с 1916 годов эта задержка привела к большому напряжению кредита, к инфляции, вздорожанию жизни и увеличению военных издержек²⁾.

Соединенные Штаты, злоупотреблявшие в прежние войны бумажной эмиссией, изменили политику: расходы на войну с Испанией были покрыты в значительной доле налогами; война 1914—18 г.г. была оплачена на 23,3% военными налогами (т. е. приростом поступлений благодаря повышению ставок и новым налогам), а если вычесть из расходов ссуды союзникам, то податное покрытие достигает 32,5%.

И в Америке, как и в Англии, правительство подвергалось нападкам за *недостаточное* использование налогов. Как бы ни были правильны эти нападки, по сравнению с державами континентальной Европы, Англия и С. Штаты „показали, по мнению Жеза, в отношении размера и продолжительности возложенных на налогоплательщиков жертв один из прекраснейших примеров в финансовой истории“ (стр. 369): действительно, остальные государства не покрыли налогами даже обыкновенного бюджета, военные же расходы всецело были произведены за счет займов и *бумажной эмиссии*; если во Франции эта политика *отчасти* оправдывалась оккупацией ее территории и разорением, в Италии и Австрии — высотой довоенного обложения, то в Германии она всецело объяснялась сознательным отказом от повышения налогов в расчете на скорое окончание войны и контрибуцию.

Мы видим, что даже в странах, где считали необходимым покрывать значительную часть непроизводительных расходов на войну налогами, действительное покрытие не соответствовало теоретическим пожеланиям: „Теория, пишет М. И. Боголепов, формулирует законы покрытия финансовых потребностей, отводит место налогам и займам. Но эти законы, по силе действия, напоминают бюджетные законы старого режима, которые обыкновенно ни для кого не были обязательны“³⁾. Для того, чтобы понять это расхождение между действительностью и технически рациональными правилами, выдвигаемыми теорией, нужно остановиться на экономическом росте государственного кредита и *реальных интересах*, связанных с ними и способствующих его росту.

1) См. Seligman. Essays (1921), p. 760 (Table D.).

2) Ср. A. Gibson, о. с., Allen и др.

3) М. Боголепов. Государственный долг, стр. 540.

§. 5. Экономическая роль государственного кредита и связанные с ним общественные интересы.

Влияние государственного кредита на экономическую жизнь проявляется в четырех направлениях: 1) он облегчает добывание средств для государственных расходов и, в зависимости от характера последних, влияет на производство, 2) он служит помещением капитала, 3) он отражается на платежном балансе и на денежном обращении страны.

Доставляя сравнительно легкое средство для расходов, займы оказывают различное влияние в зависимости от назначения последних: если средства затрачиваются на постройку железных дорог, каналов, на мелиорационные работы и т. п., то они создают мощные стимулы промышленного развития. Даже непроизводительные расходы на войну служат часто толчком к развитию той или иной отрасли индустрии. (Другой вопрос, насколько полезны эти военные индустрии, отвлекающие труд и капитал от производства благ мирного времени). Гораздо важнее роль государственного кредита, как *помещения* капиталов: государство конкурирует в качестве должника с частными лицами, предприятиями, на денежном рынке *туземном и иностранном*. Остановимся на первом.

Займы, заключаемые внутри страны, усиливают спрос на денежный капитал и повышают уровень рыночного процента. В этом отношении Вагнер, Геккель и др. различают: 1) капиталы, вложенные в предприятия, и 2) капиталы свободные, при чем особенно вредным считают привлечение к кредиту первой категории; „даже реально-поумущественный налог (т. е. падающий на капитал), говорит Вагнер, следует предпочесть таким займам. Другое дело — займы, привлекающие свободный капитал“. Вряд ли, однако, указанное разграничение имеет существенное значение: капиталы, уже вложенные в предприятие, изъять невозможно или очень трудно; речь, следовательно, идет лишь об оборотных капиталах, которые могут сократиться вследствие новой приманки в виде высокого процента по государственным займам. Но между этими капиталами и „свободными“ нет разницы по существу: всякий обращаемый в займы капитал в данный момент свободен. Разница лишь в *происхождении*; свободные ссудные капиталы могут представлять собой продукт 1) *личных сбережений от потребления или* 2) *прибыли предприятий, не затрачиваемой на дальнейшее их расширение*, 3) *возвращенные ссуды или* 4) *результат сокращения производства*. За исключением первой категории, все остальные имеют одну общую причину — временный или длящийся промышленный *застой*. Поэтому момент займа гораздо важнее, чем различие „занятых“ и „свободных“ капиталов: в момент *застоя*, кризиса привлечение в государственные займы капиталов, теснящихся в банках навстречу „фондовым“ помещениям, не может особенно вредить промышленности, хотя все-таки, поддерживая уровень процента, ослабляет предложение

капиталов. В периоды *оживления* промышленности конкуренция займов более вредна для нее, т. к. сокращает и без того недостаточное предложение свободных капиталов. И тут, впрочем, разница только в *степени* влияния, т. к. по существу действие займа однородно: *увеличение спроса* на капитал, а по заключении займа — *сокращение предложения*. Чем более развит государственный кредит, чем более он становится привычной формой сбережений и „демократизируется“, тем более высасываются капиталы из провинции, лишая ее дешевого кредита. На это вредное влияние государственных займов во Франции и у нас не раз уже указывалось в финансовой литературе.

Но займы имеют, по мнению Леруа-Болье, и *положительную* сторону: государственный кредит послужил стимулом к сбережениям, развил привычку к ним в населении. Население освоилось, благодаря государственным займам, с ценными бумагами вообще, и крошечные сбережения, непроезжительно лежавшие на дне домашних ларей, превратились в облигации займов; таким образом, часть поступающих по займам сумм не отвлекается от промышленных помещений, а образуется из запасов, впервые поступающих на денежный рынок.

В противоположность внутренним долгам, займы у иностранных капиталистов не отражаются непосредственно на предложении капиталов внутри страны и, следовательно, не оказывают такого отрицательного влияния на промышленное развитие. (Мы, впрочем, увидим ниже, что иностранный капитал участвует в значительной степени и во внутреннем кредите). Иностранный кредит является также одной из форм притока в страну иностранных капиталов и в момент займа *улучшает платежный баланс* государства. Нередко в финансовой истории это влияние на баланс служило главным стимулом заключения внешних займов (напр., при Витте в России): они позволяют, не ухудшая баланса, усилить ввоз орудий производства и других иностранных товаров. Но если таково *временное действие* внешних займов в момент их заключения, то зато внешняя задолженность ведет за собой *длительное ухудшение* платежного баланса; обременяя страну на многие десятилетия платежами процентов за границу, она создает экономическую, а подчас и политическую зависимость от страны кредиторов.

Государственные займы, увеличивая количество ценных бумаг, способствуют расширению банковских операций и могут стимулировать *банковую инфляцию*. *Бумажно-денежная инфляция* происходит путем учета обязательств казначейства в центральном эмиссионном банке. С другой стороны, займы служат способом сокращения эмиссии, особенно займы иностранные.

Итак, все стороны народно-хозяйственной жизни испытывают на себе влияние государственного кредита: он может изменять направление промышленной жизни, отвлекая капиталы от одних отраслей и направляя в другие, в частности, способствуя развитию государственных предприятий; он усиливает общее влияние кредита на обмен и денежное обращение. Влияние его на *распределение* зависит, как мы видели, от назначения полученных средств и от системы налогов.

Кредит и интересы общественных групп.

Экономическое влияние кредита позволяет нам выяснить его *социальную* обстановку, т. е. совокупность общественных интересов, равнодействующая которых определяет характер и условия развития кредита.

а) Прежде всего заинтересовано в нем *правительство*, иначе говоря, стоящие у власти общественные группы (бюрократия и одна или несколько экономических групп): увеличение средств и расширение деятельности государства, благодаря кредиту, позволяет увеличивать число должностей, усиливая бюрократию, повышать жалование чиновников, улучшать их материальное положение; затем займы, заключаемые *внутри* страны, связывают кредиторов государства, держателей облигаций с правительственной властью, создавая ей дополнительный оплот; Наполеон III хорошо понимал эту роль государственного кредита, „демократизируя“ французскую ренту и удесятирив число кредиторов государства; *внешние* займы, создавая благоприятный денежный баланс и препятствуя отливу золота, улучшают временно курс валюты и спасают „финансовый престиж“.

б) Серьезным стимулом к развитию кредита для правительства и *господствующих классов* является то, что займы избавляют от необходимости прибегать к резким повышениям налогов на имущество или к *чрезвычайным поимущественным налогам*, проекты которых обычно возникают после больших войн: поэтому идея поимущественного налога Рикардо в 1823 г. была осмеяна в парламенте, проект Карейон-Латура и Филиппо (чрезвычайного 5%-ного поимущественного налога) в 1871 г. провалился во французской палате; и теперь аналогичные предложения в Англии (*capital levy*) и Франции не имеют никаких шансов на успех.

в) Государственный кредит, служа помещением капиталов в периоды кризисов и промышленного зстоя, является нормальным *клапаном* для избыточных оборотных средств, приносит выгоду капиталистическому классу в целом и особенно представителям денежного капитала. Хотя процент по государственным займам обычно ниже уровня прибыли, но *прочность*, устойчивость дохода вознаграждает капиталиста за разницу.

г) Поэтому займы служат излюбленным помещением для *сбережений* мелкого люда, чему особенно содействовало развитие сберегательных касс. Чем больше растут государственные долги, тем более увеличивается класс „*рентьеров*“, и влияние их на форму займов и высоту процента становится очень чувствительным: под их давлением задержаны были возможные по условиям рынка конверсии в XVIII веке в Англии, в XIX не раз во Франции. „Интересы народа, пишет Леруа-Болье об одном случае, были *скандально* пожертвованы интересам рентьеров“. В Германии в 90-х годах правительство не желало вполне использовать благоприятные условия рынка, чтобы не слишком пострадали его кредиторы; в этих случаях кредиторы обычно фигурируют в качестве „бедных вдов и сирот“. Итак, среди факторов развития кредита крупную роль ныне играет растущий класс рентьеров.

д) Во второй половине XIX века к правительству и рентьерам присоединяются группы *промышленников*, заинтересованных в *казенных заказах* на непроезжие и произвольные цели: оружейные, кораблестроительные предприятия, значительная часть тяжелой индустрии являются поставщиками армии и флота, а потому их представители горячо сочувствуют военным расходам и займам. Но современное государственное хозяйство делает часто крупные затраты и на произвольные цели (железные дороги, каналы и пр.) и своими заказами сильно поддерживает разные отрасли промышленности. Вот основная причина, изменившая отношение капиталистических кругов к государственному кредиту.

е) К ним следует присоединить международную группу *банков и банкиров*, оказывающую громадное влияние на кредитную и общую политику современных государств.

Все эти интересы влиятельных общественных групп повели к тому, что кредит стал „органическим“ элементом современного государственного хозяйства.

§ 6. Развитие Государственного кредита ¹⁾.

Государственный кредит обуславливается двумя факторами: развитием *денежного* хозяйства и кредита с одной стороны и современных форм *государства* — с другой. Публичный кредит, по словам Жеза ²⁾, предполагает наличность: с *экономической* точки зрения — развитой торгово-промышленной организации, облигаций, ценных бумаг, широкого денежного обращения, биржи, с *политической и социальной* точки зрения — внутреннего и внешнего мира, конституционного и административного строя, различающего .. финансы и кредит государства и короля, и известного морального уровня администрации, с точки зрения *финансовой* — правильного счетоводства и контроля, упорядоченной фискальной системы с преобладанием *налогов* и широкой гласности. Другими словами публичный кредит предполагает четыре существенных условия: 1) наличность значительных свободных капиталов, 2) легкость передачи их (биржевой оборот), 3) доверие капиталистов к власти и 4) готовность и способность страны нести налоги, необходимые для платежей по долгам. Эти условия появились полностью лишь в XIX веке, и потому в этом столетии государственный кредит достиг небывалого развития.

Древность и средние века не знали государственного кредита в современном его значении, хотя зародышевые его формы встречаются, повидимому, уже в государствах древнего востока — в Вавилоне, Персии,

¹⁾ Предполагая посвятить *истории* госуд. кредита отдельный выпуск, я излагаю здесь лишь важнейшие моменты его эволюции.

²⁾ О. с., р. 219—220.

Египте; Карфаген — этот Лондон древнего мира — сам даже выступал иногда в роли кредитора других государств; Афины и другие греческие республики заключали займы у казны Дельфийского храма, Рим прибегал подчас к займам у „консорциумов“ капиталистов под залог таможенных и других доходов. Но эти займы были крайне редки; государства древности предпочитали им запасные фонды или чрезвычайные сборы.

В средние века преобладание натурального хозяйства и феодализм позволяли обходиться без кредита для чрезвычайных военных нужд; запасные фонды (Königshorte) и чрезвычайные сборы служили в экстренных случаях дополнением к натуральным повинностям вассалов. Долги князей были их личными долгами, обеспеченными залогом земель, закладом драгоценностей и пр. Империя постепенно теряла значение, ее доходы падали; единственными формами ее кредита были залог земель и антиципация матрикулярных взносов.

В то время главным поводом крупных денежных операций были платежи католического мира папскому престолу (ведь и переводный вексель появился в связи с этими платежами). Прелаты в случае несвоевременного поступления церковных сборов прибегали для производства платежей курии к займам у *camprores camerae apostolicae*, кредит выручал их и при экстренных требованиях средств ¹⁾.

Папы и сами заключали займы: первый значительный заем мы встречаем уже при Александре III-м; при Иннокентии III-м займы выпускаются по *публичной подписке* — *a quibuscunque mutuare volentibus*, особенно развивается папский кредит при Григории IX; но еще в XV веке займы обеспечиваются залогом земель и лишь в XVI веке воспользовались практиковавшейся в городах формой „*montes*“ (о них в гл. II).

Другим фактором, способствовавшим развитию государственного кредита, были крестовые походы в XIII—XIV столетиях, затем династические, „духовные“ и национальные войны конца средневековья.

Но развитые формы публичного кредита появляются в этот период впервые в независимых *городах* северной Италии и западной Европы, где натуральное хозяйство раньше сменилось денежным, появился богатый класс купцов-капиталистов и где *солидарная ответственность* бюргеров служила серьезным обеспечением займов. Бюргеры данного города, а не профессионалы банкиры, были большей частью и его кредиторами; в итальянских городах часто даже запрещалось приобретение „рент“ иногородними с целью удержания кредита в руках своих горожан.

Кредит средневековых княжеств и королевств был личным кредитом самих князей, и хотя обязательство юридически переходило к престолонаследникам, но они часто отказывались от их исполнения. Реальные обеспечения — заклад драгоценностей, залог земель — оказывались

¹⁾ См. *I. Berckum. Das Staatsschuldenproblem im Lichte der klassischen Nationalökonomie. 1911. Allg. Teil.—I. Landmann. Zur Entwicklungsgeschichte der Formen und der Organisation des öffentl. Kredites. Fin.-Archiv XXIX, B. I. u. Hirst. The credit of nations. Wash. 1910.*

часто недостаточными, а тем более торжественные обещания уплатить долг; поэтому королям и князьям приходилось прибегать к *поручительству* именитых граждан, купеческих гильдий, городов; так напр., английские короли пользовались при займах у Ганзы поручительством лондонского Сити, впоследствии Елизавета заключала займы у Гамбурга, Кельна и Антверпена под поручительство Сити или гильдий (merchant adventurers).

Но постепенно, по мере превращения княжеского хозяйства в государственное, поручительство по займам все чаще принимают на себя „сословные чины“ — états généraux, Landesstände, „обеспечивая долги суверена теми налогами („контрибуции“), которые они согласились разложить между собой: к обеспечению займов залогом доменов присоединилось податное обеспечение. Чины начинают проводить различие между собственно княжескими долгами и долгами на общие государственные нужды (Aerarial- и Domesticalschulden, впоследствии — Kammer- и Landschaftsschulden). Последняя категория начинает играть доминирующую роль, а общее обеспечение „всеми доходами государства“, являясь сначала дополнением к специальным обеспечениям, понемногу вытесняет последнее.

Кредиторы по государственным долгам делились на профессиональных и непрофессиональных. К первым относились 1) евреи, особенно развившие свои операции в XIII веке, благодаря privilegium odiosum, позволявшей им взимать проценты, 2) затем *итальянские* капиталисты — Kawerschen, ломбардцы и др., 3) с XIII века местные купцы и банкиры в каждой стране, например, в Германии знаменитый торговый дом Фуггеров, 4) золотых дел мастера (главным образом, в Англии). Непрофессиональными кредиторами были монастыри и церкви, но особенно *города* северной Италии, рейнской области и ганзейского союза. Запрещение церковью взимания процентов по долгам, тормозившее торговый оборот, отменяется к XVI веку в Англии, к XVII в других странах; фактически многочисленные обходы обезвреживали его и раньше.

Шестнадцатый век — эпоха расцвета торгового капитализма, развития *банков* и биржевой торговли в нескольких торговых центрах Европы. Рост *национальных* государств, ожесточенные войны, меркантилизм, географические открытия и морские экспедиции, постройка военного и торгового флота и роскошь двора приводят повсюду к быстрому росту расходов, неизбежным дефицитам и финансовым затруднениям. Абсолютная монархия XVII — XVIII вв. не встречала уже сопротивления со стороны сословных чинов, расточительность в большинстве государств, кроме Пруссии, вела к частым банкротствам, разорявшим банкиров.

Трудность заключения добровольных займов побуждала в еще большей мере, чем в предшествовавшую эпоху, прибегать к *принудительным* займам и к ряду других, еще более предосудительных, приемов добывания средств: к числу таких „expédients“ относились: продажа должностей, антиципация (запродажа доходов) за несколько лет вперед, эксплуатация евреев, которые, по выражению Бальи, „всасывали, как губки, средства королевских подданных, тогда как короли брали на себя труд выжимать их, когда были достаточно нанитаны“, преследование „финансье“ — откупщиков и других капиталистов, которым тоже давали наживаться, а затем

судили за „злоупотребления“ в *chambres ardentes*, наконец конфискации, порча монеты и прочие ¹⁾).

И тем не менее государственный кредит продолжает развиваться, и число кредиторов растет: займы по *публичной подписке*, зародыши которых мы встречали в финансах курии, становятся обычной формой кредита; они заключаются через посредство какой-либо банковской фирмы. Государства переходят от краткосрочных к долгосрочным и даже бессрочным долгам. С конца XVII века в Англии прочно укореняется новая форма займов у привилегированных акционерных компаний, которым государство предоставляет право выпуска банкнот: такова „хартия“ 1694 г., положившая основание Английскому банку. Во Франции, правда, провал грандиозного предприятия Джона Ло воспрепятствовал развитию указанной формы государственного кредита при старом режиме, но в германских государствах она упрочивается в XVIII веке.

Деятнадцатый век открылся французской великой революцией и тяжелой эпохой наполеоновских войн: первая закончилась полным банкротством Франции, мало отразившемся на ее кредите в последующую эпоху, вторые привели к частным банкротствам в странах континента и к неслыханному дотоле росту задолженности богатейшей Англии.

XIX-ый век не создал новых типов государственных займов, но он придал кредиту *массовый* характер: проникновение денежного хозяйства в народную гущу, в крестьянскую хату и созданный революцией конституционный строй с правильными государственными бюджетами способствовали постепенной *демократизации* государственного кредита и внедрению системы публичной подписки. Банкиры сужают государству не собственные капиталы, а являются посредниками между ним и широкой публикой. Грандиозные кредитные операции, связанные с наполеоновскими войнами и их последствиями, выдвинули на первый план банкирский дом Ротшильдов, уступивших первенство лишь во второй половине века акционерным депозитным банкам и консорциумам банков (см. гл. III). Именные облигации уступают место пред'явительским, что чрезвычайно способствует их широкому обращению.

Но самым существенным новым фактором является *производительное* назначение многих государственных займов—на постройку *железных дорог* и других доходных государственных предприятий. Этот вид государственного кредита, получивший особенное развитие в германских государствах, правда, ступевался пред новой волной непроизводительных займов в XX веке, вызванных минувшей войной. Непроизводительный кредит снова лег тяжелым бременем на плательщиков налогов всех стран.

Предшествующий исторический очерк государственного кредита позволяет нам отметить следующие основные черты его развития: 1) необычайный рост его, притом усиливающийся с каждым веком, 2) *денационализацию* его, 3) демократизацию, 4) публичный характер подписки и 5) частично-производительное назначение. Из случайного, непостоянного, заключенного в тесные пределы страны и одного класса населения, госу-

¹⁾ См. М. Алексеев. Государственный кредит. 1872.

дарственный кредит превращается в международную связь, раскидывает чрез посредство консорциумов банков свои сети по всему миру, превращая скромного французского ремесленника или приказчика в кредитора России или Аргентины, Египта или Китая. Кредит проникает в крестьянскую хату и в квартиру рабочего, создавая миллионы держателей государственных бумаг. Он становится постоянным элементом бюджета всех государств, которые могут теперь, по остроумному выражению Rochus-sen'a, сказать: *debeo—ergo sum*.

Минувшая война вызвала во всех почти воевавших государствах такой рост задолженности, которого мы не могли себе представить накануне ее. Бремя долговых платежей в странах, валюта которых не обесценилась окончательно, составляет ныне главную часть бюджета и требует крайнего податного напряжения. Погашение долгов начали только С. Штаты и Англия. Взаимная задолженность государств Антанты составляет вместе с германскими репарациями один из *больших* неразрешенных вопросов современности.

Состояние задолженности важнейших государств видно из нижеследующих таблиц (см. табл. на стр. 28).

§ 7. Отношение к государственному кредиту в финансовой литературе ¹⁾.

Отношение это обуславливалось как общим отношением различных писателей к деятельности государства, так и *назначением* государственного кредита в ту или иную историческую эпоху: пока государство заключало займы исключительно или почти исключительно для непроизводительных целей, в экономической литературе преобладало отрицательное отношение к кредиту; с половины XIX века, с развитием доходных государственных предприятий и, в частности, казенных железных дорог, отношение к кредиту резко меняется в благоприятную сторону в Германии и, отчасти, в других странах; XX век, с его революциями и войнами, вызывает поворот в обратном направлении.

Господствовавшая в XVIII в. во Франции школа физиократов считала государственный кредит вредным, пагубным для государственного и *народного* хозяйства: Кене находил, что государственный кредит создает и умножает *непроизводительный класс населения* (*classe stérile*), который живет не трудом, а стрижкой (купонов ²⁾): пусть государство избегает займов, ведущих к обременению его платежами и, кроме того, создающих оборот ценными бумагами и рост непроизводительных

¹⁾ Н. I. Berckum. Das Staatsschuldenproblem im Lichte der klassischen Nationalökonomie. Leipzig. 1911, B. specieller Teil.

²⁾ Maximes générales de gouvernement économique d'un royaume agricole. Max. XXX.

Сумма долгов в 1924 и 1923 г.:

Великобритания . . .	7.760 м. ф. ст. (31/III-1924)	7.813 м. ф. (31/III-23).
Соединенн. Штаты . .	21.340 м. дол. (18/VI-1924 ¹⁾).	22.349 м. дол. (1/VII-23).
Франция	277 мд. фр. внутр. ²⁾ . 39 мд. зол. фр. внешн.	289.372 мд. фр. внутр. (31/III-23).
Италия	95 мд. лир внутр. 22,4 „ „ внешн.	102 мд. внутр. (30/V-23).
Япония	3.887 м. иен (1/I-1924).	
Германия	1.989,8 м. зол. мар. (31/III-1924 ³⁾).	

Долговые платежи (ежегодные).
(Statesman's Yearbook 1924).

СТРАНЫ	Валюта.	Сумма в милл.	% отнош. к расход.
Великобритания . . .	ф. ст.	310	37,8
С. Штаты	дол.	950	33,5
Франция	фр.	14.929	30,6
Италия	лир	5.507	30,2
Греция	др.	1.579	24,1
Южн. Африка	ф. ст.	8	20,9
Люксембург	фр.	21	17,1
Бельгия	фр.	951	13,9
Дания	кр.	53	13,5
Швеция	кр.	83	10,7
Финляндия	фин. м.	201	10,4
Голландия	флор.	88	9,8

¹⁾ 31 авг. 1919 г. был достигнут максимум в 26.596,7 м. дол.

²⁾ Из них: 150 мд. долгосрочн., 39 мд. краткосрочн., 24 мд. авансы банков, 64 мд. текущих (сроком менее года).

³⁾ Сюда не входит весь долг в обесценившихся бумажных марках, т.-е. вся прошлая задолженность Германии фактически аннулированная.

денежных богатств. Займы отклоняют денежные капиталы (la finance) от сельского хозяйства, лишая деревню средств, необходимых для мелiorации земель и улучшения сельскохозяйственной культуры. Капиталисты употребляют проценты, получаемые по займам, на увеличение своих fortunes pécuniaires stériles, этих текучих и легко скрывае-
мых богатств, не знающих отечества (qui ne connaissent ni roi ni patrie) и перебрасываемых из одних стран в другие.

Мирабо - отец тоже считал кредит разорительным источником доходов: „Кредит разоряет государство, а люди думают, что министр финансов расстроил кредит“. Необходимо поэтому усиленно погашать долги, вводя для этого временные высокие налоги, а в минуту нужды лучше прибегать к „военным“ налогам с земельных собственников, к патриотическим взносам, чем к займам у ненавистных financiers.

Правда, были во Франции и защитники кредита: *Вольтер* (Considérations sur le commerce) и *Пинто*, бывший сотрудник Джона Ло, доказывали, что государственный кредит полезен для промышленности и поощряет бережливость. *Меллон* (Essai politique sur le commerce) находил, что вызываемое государственными долгами увеличение в стране кредитных знаков полезно для народного хозяйства. Но подобные инфляционистские и иные доводы сторонников кредита ступшевыались перед господствовавшим в литературе течением, осуждавшим всю финансовую политику французской монархии.

В Англии XVIII века отношение экономистов к госуд. кредиту было, пожалуй, еще более отрицательным: *Юм* видел вредные стороны государственного кредита в том, что страна становится данницей иностранных капиталов, что происходит умножение знаков обращения, а вследствие того и общее повышение цен, и что облигации займов попадают в руки людей бездеятельных, порождая тунеядство и лень. „Государство должно уничтожить кредит, ибо в противном случае кредит уничтожит государство“. Юм, как видим, превзошел физиократов в осуждении кредита. Объяснение этих взглядов мы находим в расточительности ганноверской династии и постоянных войнах, для которых только и заключались займы.

Адам Смит ¹⁾ относился менее резко к государственному кредиту, признавая его неизбежность в начале войны, но причину этой необходимости прибегать к нему он видел в том, что большинство государств, за исключением Пруссии и кантона Берн, не имели запасных фондов: „отсутствие бережливости в мирное время вызывает займы во время войны“. Кредит выгоден иногда для капиталистов, помещающих в займы излишние средства. Бремя войны, благодаря кредиту, менее чувствуется, а „чтение реляций о подвигах армии и флота доставляет удовольствие гражданам“... Но война проходит, а вредные последствия ее остаются надолго. Поэтому *Смит* стоял за повышение налогов во время войны и за усиленное погашение долгов из бюджетных излишков или путем продажи казенных земель.

¹⁾ Wealth of nations. B. V, ch. III. On public debt, p. 509—10.

Смит был еще жив, когда началась длительная борьба с революционной Францией, затем с Наполеоном. Вызванный ею рост задолженности Англии до неслыханных в ту пору размеров объясняет суровое порицание государственного кредита со стороны *Рикардо*: „самые тяжелые налоги, говорит он, лучше, чем самые удачные займы“. Военные расходы следует покрывать, по возможности, особыми „военными“ налогами (которые побудят плательщика к сокращению других расходов). Считая государственные долги (на ряду с хлебными пошлинами) величайшим злом Англии, Рикардо выступил в парламенте с проектом погашения их посредством высокого *поимущественного* налога (см. гл. IV). Мысль эта была встречена, конечно, очень враждебно и не получила осуществления.

Другие экономисты того времени, как *Ж. Б. Сэ*, тоже нападали на государственный кредит, „облегчающий ведение войн“, порицали систему запасных фондов и настаивали на высоких военных налогах и погашении долгов из бюджетных избытков.

Единственный классик, выступивший на защиту займов, был *Мальтус*: он указывал на то, что Англия легко несет бремя залогов благодаря уменьшению ценности денег и росту богатства. Выгоды займов заключаются, по его мнению, в том, что они способствуют (подобно ипотечным займам) *более равномерному распределению* богатств, являясь выгодным помещением праздно лежащих капиталов, усиливают спрос на товары, создают здоровый „средний класс“ (рентьеров). Мальтус не закрывает глаз на вредные последствия *чрезмерной* задолженности: ежегодную дань платежей, особенно по внешним долгам, социальное недовольство и колебания в ценности денег. Но он предупреждает против чересчур быстрого погашения и против дефляции, *увеличивающей относительное бремя долгов*. Вся аргументация М. отражает на себе интересы аграрного класса, представителем которого он является, но его более объективное отношение к государственному кредиту сближает его с последующими поколениями экономистов в других странах.

И в Англии к середине XIX века страх перед государственным кредитом ослабел: *Дж. Ст. Милль* считает безусловно вредными займы, отвлекающие капиталы от производительного назначения, но займы, извлекающие лишь свободные капиталы, не опасны. К займам, по его мнению, следует прибегать, когда чрезвычайные затраты приносят выгоду будущим поколениям, когда чрезмерное обложение подорвало бы экономические силы страны, и когда процент на капитал достигает минимума, препятствующего накоплению сбережений. Рекомендую планомерное погашение долгов из наличности бюджетных избытков, Милль полагал целесообразным предназначение для этой цели *определенных* налогов — с наследств и вообще налогов на капитал.

В Германии государственный кредит находит к середине XIX века наиболее горячих апологетов: вышедшая в 1856 г. небольшая книжка *К. Дитцеля* ¹⁾ представляет сплошной панегирик государственному кре-

¹⁾ K. Dietzel. Das system der Staatsanleihen im Zusammenhang der Volkswirtschaft betrachtet. Heidelberg. 1855.

диту. Автор исходит из господствовавшей органической теории государства, которое он относит к числу *идеальных* капиталов („постоянный национальный капитал“). Государственный кредит, увеличивая производительность этого национального капитала, улучшает положение индивидуальных хозяйств. Капиталы отдельных хозяйств, с помощью государственного кредита, добровольно передаются общественному хозяйству благодаря уверенности, что в последнем они найдут более выгодное применение. Возврат государственных долгов, в отличие от частных, нецелесообразен, так как созданные ими блага вечны и не могут быть извлечены из национального капитала. Рост государственного кредита не опасен для кредиторов: чем больше развит государственный кредит, тем больше государство заботится об его поддержании. Государственные займы способствуют устойчивости политической жизни, поспрыют сбережения, увеличивают производство. „Народ тем богаче, его хозяйство тем более процветает и прогрессирует, чем большую часть государственных расходов составляют платежи по займам“.

Дальше в славословии кредита ити, кажется, некуда! Взгляды Дитцеля подверглись основательной критике со стороны Нассе и других экономистов, но и в последующей немецкой литературе мы встречаемся чаще со сторонниками развития кредита. Лоренц Штейн находил ¹⁾, что финансовая наука „на своей высшей стадии развития“ должна противостать распространенному в Европе убеждению, будто государственного кредита следует избегать, будто государственный долг — несчастье или ошибка финансового управления. Государственный кредит не только естествен и необходим, но является *органической* частью государственного хозяйства. Условия и функции его — те же, что и кредита частного; предпосылкой его является большая ценность ссужаемого капитала в руках кредитующегося, чем кредитора; он — основание экономического прогресса.

Другой корифей финансовой науки А. Вагнер не впадал в такие крайности всехваления государственного кредита, но и он считал его, как мы видели выше, полезным в случаях производительных затрат, к каковым относил и народно-хозяйственные затраты, поднимающие культурный уровень и экономическое благосостояние населения, и даже удачные войны.

Теоретические воззрения Дитцеля, Штейна, Вагнера объясняются как общими переменами в отношении государства к народному хозяйству во второй половине XIX века, так и особыми условиями развития Германии: еврейские государства значительно расширили к середине прошлого столетия свои функции и свое вмешательство в экономическую жизнь; капитализм, боровшийся с *полицейским* государством, успел приспособить к своим интересам государственную власть и ее деятельность; фритредерские теории, ограничивавшие последнюю, уступили место „органической“ школе.

В Германии эти общие условия проявлялись особенно ярко: государственная власть играла гораздо большую роль, чем в других странах,

¹⁾ Lehrb. d. Finanzwiss. 5 Aufl. II, S. 3. Der Staatskredit.

она брала на себя задачи, непосильные для слабого еще частного капитала, она сразу развила постройку казенных железных дорог, ставших главным мотивом *производительных* государственных займов. Войны Пруссии, постепенно объединившей Германию под своей гегемонией, были успешны, увеличивая ее территорию или принося контрибуцию. Отсюда — восторженное увлечение Дитцеля государственным кредитом и общие симпатии к нему в немецкой литературе.

В других странах, в том числе в России, отношение к нему в литературе было более трезвое, займы для производительных предприятий признаются полезными, военные — неизбежными; умеренное погашение рекомендовалось лишь при наличности бюджетных избытков.

Спор о вреде государственного кредита, почти прекратившийся, снова возгорелся незадолго пред минувшей войной и особенно после нее, в связи с громадным ростом военной задолженности. Но, как ни резко нападки некоторых американских писателей на военные займы, как ни тягостно бремя государственных долгов, самые крайние противники их не решаются ныне повторить выводы Юма, Кене и даже Рикардо против государственного кредита; он завоевал себе слишком прочное место в финансах всех стран.

Общая литература о государственном кредите.

Кроме цитированных выше сочинений Dietzel'я, L. v. Stein'a (Lehrb. d. Finanzwiss. II, 3), A. Wagner'a (Hdb. d. pol. Oekon., III, 2), Leroy-Beaulieu (Traité II), Jèze'a (Cours, 6 éd. 1922), H. C. Adams. Public debts 1887, A. Graziani. Il debito pubblico в Primo trattato di diritto amministrativo 1908, IX; статьи Heckel'я и др. в HWB. d. Staatswiss.

На русском — устаревшие работы Э. Вредена (Финансовый кредит, 1871), А. Исаева (Госуд. кредит, 1886), Залшупина, Бунге. Общим проблемам кредита посвящен труд М. Боголепова „Государственный долг“, где явления государственного кредита и, в частности, военные займы рассматриваются в *историко-социологическом* аспекте, и сохранившая свое значение старая статья И. Кауфмана „Государственные долги“. Русская литература бедна теоретическими работами по государственному кредиту и очень богата выдающимися трудами по истории кредита, русского и иностранного.

ГЛАВА II.

Виды и формы государственного кредита.

§ 1. Основное деление государственного кредита.

Государственный кредит следует отграничить от более общего понятия государственного *долга*: под последним понимается всякое обязательство казны уплатить определенному лицу некоторую сумму, а также совокупность таких обязательств. С этой точки зрения во французской литературе причисляют к государственному долгу, а именно к пожизненному долгу (*dette viagère*) все виды *пенсий*: гражданские, военные, по страхованию старости и пр. Хотя такое причисление всех предстоящих платежей государства к его общей задолженности часто очень важно для выяснения плана государственного хозяйства, однако от них следует отличать *кредитные* обязательства, являющиеся результатом *нарушения бюджетного равновесия* (см. гл. I, § 2).

Лучшая классификация государственного кредита была дана *Вагнером*¹⁾, которого почти дословно повторяют позднейшие немецкие писатели: он различает деление (а) по *административно-правовому* признаку—на долги управлений и финансовые, (б) по *финансово-техническому* признаку—на *фундированные* и *текущие*.

(а) Первое различие, впервые сформулированное Лоренцом Штейном²⁾, имеет значение, главным образом, для финансового права. Под долгами отдельных управлений (*Verwaltungsschulden*) подразумеваются обязательства отдельных ведомств, вытекающие из их административных функций, как то: залогов казначеев или иных служащих, подрядчиков или поставщиков при казенных подрядах, судебные депозиты, почтовые переводы до момента уплаты, вклады в сберегательные кассы, пока они не превращены в облигации государственных займов, и пр. Все эти долги

¹⁾ A. Wagner. Die Ordnung der Finanzwirtschaft und der öffentliche Kredit in Schönberg's Halb. d. p. Oek. (4. Aufl.) 1897, B. III, S. 798—806.

²⁾ Но у Л. Штейна термины иные: „долги управлений“ он называет Finanzkredit, а „финансовые“ долги „собственно-государственными“ долгами (eigentliche Staatsschulden).

не требуют особого полномочия, так как вытекают из общей компетенции данного органа управления и входят обычно в рамки бюджетных предположений. В отличие от них *финансовые* долги делаются для финансовых целей в тесном смысле, т. е. для покрытия дефицита *кассового* (несовпадения поступлений и расходов во времени) или *бюджетного* (недостатка доходов для покрытия расходов или сверхсметных расходов и т. п.).

Они предполагают в конституционных государствах законодательное полномочие для каждого отдельного случая или общие полномочия, данные финансовому ведомству в определенных законом границах. Если в конституционных государствах и допускается в чрезвычайных случаях заключение финансовых обязательств в порядке управления, то все-таки требуется последующая санкция их со стороны законодательных собраний.

(б) Большее значение имеет для финансовой науки *финансово-техническое* деление долгов на 1) „*фундированные*“ или „*консолидированные*“ (займы) и *текущие*. Термин „*фундированные*“ применялся прежде к долгам, обеспеченным определенными источниками государственных доходов в противоположность текущим, не имевшим такого специального обеспечения. В настоящее время, когда все долги имеют общеподатное обеспечение, различие между ними имеет менее определенный характер: 1) по *цели* долга текущие долги отличаются от фундированных *преходящим* характером задач, ради которых они делаются, 2) по *сроку* — сравнительной *краткосрочностью*, 3) по *праву востребования*: текущие долги уплачиваются по предъявлению или в очень краткие сроки, тогда как фундированные погашаются по заранее установленному плану или по усмотрению государства-должника. Это последнее различие — самое существенное: платеж процентов и погашение по займам правильно повторяются в бюджетах государств, а в Англии издавна вошли в консолидированную часть бюджета (не вотируемую ежегодно). Отсюда термин „*консолидированные* долги“ и „*консолидация*“, т. е. превращение текущих долгов в долгосрочные или бессрочные займы.

К текущим долгам относятся: все перечисленные выше виды долгов „*управления*“, т. е. залоги чиновников, подрядчиков, депозиты, вклады в сберегательные кассы, а из „*финансовых*“ долгов — билеты, „*боны*“ и др. краткосрочные обязательства государственного казначейства.

Многие относят к текущим долгам бумажные деньги. Хотя они и возникают путем учета краткосрочных обязательств казначейства в центральных эмиссионных банках, но они отличаются от текущих долгов отсутствием права востребования со стороны держателей. Поэтому А. Вагнер вполне правильно, по нашему мнению, выделяет неразменные бумажные деньги в особую категорию долгов, на ряду с займами и текущими долгами. В странах, потерявших надежду на восстановление размена, бумажные деньги не только не приравниваются к кредиту, но даже противопоставляются ему и налогам, как „*особая форма мобилизации средств для чрезвычайных нужд*“.

Во французской литературе неразменные бумажные деньги не причисляются к долгам, что вполне понятно для всякого, знакомого с историей бумажно-денежного обращения первой французской революции.

С другой стороны, французские писатели не довольствуются делением долгов на консолидированные и текущие, различая еще долги *срочно-погашаемые и пожизненные*; к последним они относят, как мы видели, все виды пенсий. Леруа-Болье ¹⁾ прибавляет еще пятую категорию „специальных скрытых“ долгов, к которым он относит обязательства по гарантии железнодорожных и иных акций и облигаций, а также участие местных союзов и различных корпораций в затратах государства на определенные предприятия (порты, каналы) с обеспечением им заранее установленного дохода.

Нам кажется излишним выделение срочно-погашаемых займов из консолидированных долгов, т. к. бюджетная их роль, характер эмиссии и пр. ничем почти не отличается от роли рентных бессрочных долгов. Пенсии, как выше говорилось, не следует относить к кредиту, а пожизненные ренты — исчезнувшая форма кредита. Наконец „скрытые“ долги, упоминаемые Леруа-Болье, являются *потенциальными* долгами: они становятся таковыми лишь в случае недостаточности доходов от соответствующих предприятий, и в последнем случае приводят большей частью к нарастанию текущего долга. Поэтому можно, казалось бы, остаться при вышеуказанном делении кредита на займы и текущие долги (совершенно выделяя бумажные деньги).

Нужно, однако, заметить, что во время минувшей войны воевавшие государства создали столько промежуточных краткосрочных форм кредита, что грань между текущими долгами и займами в значительной мере стерлась. В виду этого английские писатели (Gibson) имеют некоторое основание различать 1) текущие, 2) краткосрочные и 3) долгосрочные и рентные долги, относя к первым только векселя (bills) казначейства и ways and means advances (см. ниже).

§ 2. Классификация государственных займов. — Займы натуральные и денежные. — Внешние и внутренние.

История кредита и современная практика обнаруживают чрезвычайное разнообразие государственных займов, различающихся по подданству кредиторов или месту эмиссии, по объекту, правовому основанию, сроку и другим условиям или формам реализации. Некоторые формы займов, сыгравшие немалую роль в истории, в настоящее время исчезли или потеряли значение, другие выдвинулись на первый план.

Займы разделяются:

по объекту на натуральные и денежные,

по субъекту (кредиторам) или месту эмиссии — на внешние и внутренние,

по правовому основанию — на принудительные и добровольные, включая в последние — патриотические,

¹⁾ о. с. II, р. 401-2.

по сроку — на краткосрочные, пожизненные, долгосрочные (срочно-погашенные) и рентные или бессрочные,
по условиям вознаграждения — на низкопроцентные займы с премией, высокопроцентные и выигрышные.

■Натуральные займы ¹⁾.

В связи с быстрым обесценением валют после войны в ряде государств займы в бумажно-денежной валюте не могли рассчитывать на успех, так как крайне высокие проценты не покрывали потерь кредиторов на капитальной сумме долга. Поэтому приходилось обращаться к „ценностно-устойчивым“ займам, выраженным в золотой валюте („золотые“ займы) или в товарной валюте, т.е. в единицах какого-либо продукта, имеющего широкий сбыт и потребление. Таковы хлебные (ржаные, пшеничные), сахарные, угольные и пр. натуральные займы. К ним прибегали Венгрия и некоторые германские государства (области): Ангальт заключил в 1923 г. „ржаной“ заем в 40 тыс. центнеров ржи для работ по электрификации, заем выпущен на один год облигациями в $\frac{1}{2}$, 1, 2, 5 и 10 центнеров из 5%; он обеспечен (натуральным) доходом от аренды казенных земель и платежами электрофицированных районов. Город Инстербург заключил 6%-ный ржаной заем в 10 тыс. центнеров на устройство пристани, в Мекленбурге проектировался социал-демократами такой же заем.

Противники этих займов (Preyer) указывают на резкие колебания в цене ржи, особенно в случае роста русского экспорта, и опасность развития биржевой спекуляции ржаными облигациями. Сравнительно легче положение сельских хозяев при мелиорационных и ипотечных ржаных займах; но община и государство, не производящие ржи, всецело зависят при погашении долга от рынка, на который не оказывают никакого влияния (с. 67).

Натуральные займы других видов (угольные, электрические) мы встречаем в ряде городов — Бреславле, Мангейме и проч., при чем мотивом их служила обычно доходность или потенциальная платежеспособность предприятия или имущества, обеспечивающих заем ²⁾.

Наиболее интересным и значительным опытом натуральных займов являются хлебные и сахарный займы СССР ³⁾. Мотивами, побудившими прибегнуть к ним, были обесценение денежных знаков и медленность процесса накопления в стране.

Декретом 20 мая 1922 г. был разрешен к выпуску 1-ый хлебный заем на скромную сумму в 10 м. пудов хлеба (ржи) ⁴⁾ на очень краткий срок в 8 мес. — до 31 янв. 1923 г. Подписная цена облигации (пуда ржи) была установлена одинаковая для всей страны и на весь период подписки, растянувшийся на полгода. В результате этой неудачной

¹⁾ W. Preyer. Roggenpapiere und Roggensteuern. Jena. 1923.

²⁾ Sefzat, Wertbeständige oder Papieranleihen? Zt. f. Kom. - Wirtschaft. 1923. № 5; там же доклад д-ра Stücken'a (№ 7) и др.

³⁾ Народное и государственное хозяйство СССР в 1922—23 г., стр. 758-65.

⁴⁾ Рожь могла быть заменена пшеницей в определенном НКП отношении.

меры реализация займа была неравномерной по районам и по периодам, в зависимости от отношения цены облигации к хлебным ценам в данном районе и в данный момент: до середины июля, т. е. до урожая, пока цены стояли высокие, заем шел хорошо, затем в июле и в августе, под влиянием хорошего урожая и падения хлебных цен, курс займа упал, реализация почти прекратилась, а усиленная продажа облигаций рабочими и служащими, получившими их в счет жалования и зарплаты, повела к еще большему понижению курса. Но с осени началось повышение цен и быстрая реализация, главным образом, вызванная тем, что облигации займа принимались в уплату по продналогу, и крестьянство широко воспользовалось этим правом: в уплату налогов поступило по 9 янв. 1923 г. 6,24 мил. п. и предъявлено к оплате по 29-го янв. всего 1,758 м. пуд. Таким образом, казне пришлось погашать натурой лишь незначительную часть займа; заем послужил средством освобождения крестьянства от стеснительной натуральной формы обложения.

Успех первого займа побудил выпустить в 1923 г. (декрет 22 марта) 2-ой *хлебный заем* уже на 100 м. пудов; заем погашался с 1-го ноября 1923 г. по 1-ое марта 1924 г. При установлении условий займа были учтены и исправлены недочеты первого: подписной курс облигаций был установлен *подвижный*, изменявшийся в зависимости от колебаний хлебных цен, чем предупреждены были перебои в реализации. Затем стоимость облигаций различалась по 3 районам в зависимости от средних цен хлеба, чем достигалась более равномерная реализация и сокращалась возможность спекуляции.

Заем тоже размещен почти полностью и в еще большей мере послужил средством уплаты продналога, особенно в потребляющих губерниях РСФСР.

Сахарный заем был выпущен по декрету от 15 ноября 1923 г. на один миллион пудов сахара рафинада облигациями в 10 ф., 1 п. и 25 п. на предъявителя, свободными от всяких государственных и местных налогов. Заем — беспроцентный, и выгоды его для держателя заключались лишь в сохранении реальной ценности сбережений. Срок займа еще короче, чем для хлебных: погашение начинается с 1 февраля 1924 г. и производится натурой в течение трех месяцев, а затем по 1 сентября деньгами по рыночной цене сахара. Выпускная цена облигаций была установлена НКФ по соглашению с ВСНХ.

Займы внешние и внутренние.

Эти термины могут иметь двоякое значение: *материальное* или *формальное*. В первом смысле внешним займом называется заем, по которому кредиторами являются иностранные подданные, а внутренним — заем, размещенный среди подданных кредитующегося государства. С *формальной* точки зрения внутренними называются займы, заключенные на *туземных биржах* в *валюте государства должника*, а внешними — заключенные за границей в *иностранной валюте*. Последнее различие несколько ступшевывается, если для формально-внутреннего займа, с целью привлечь иностранных кредиторов, уста-

навивается *законный паритет*, т. е. твердое, независящее от рыночных колебаний соотношение между валютами государства-должника и других государств. Такой паритет, встречавшийся в практике русских займов, удорожает платежи иностранным кредиторам при обесценении валюты государства-должника; но даже при металлической валюте он свидетельствует о неуверенности правительства в его устойчивости, подрывая доверие иностранцев к денежной системе заключившей заем страны (Мигулин).

Как видно из только что сказанного, формально-внутренние займы могут попасть в руки иностранных кредиторов. Но бывает и обратное: облигации займов, заключенных за границей, нередко переходят к туземным держателям с подъемом благосостояния и накоплением сбережений в государстве, заключившем эти займы. Такой процесс мы наблюдали в Италии пред минувшей войной; то же имело место в Соед. Штатах (в 70-х годах) и в др. странах ¹⁾.

Итак, материальное и формальное деление внешних и внутренних займов далеко не всегда совпадают. Формальное деление имеет некоторое значение в вопросе о праве государства на изменение условий займа (конверсию), на обложение его облигаций или отказ от платежа: обязательства государства по внутренним займам имеют „этический“ характер, независимо от подданства кредитора, тогда как в отношении иностранных кредиторов по формально внешним займам право государства изменять условия займа многими отрицается (см. гл. V).

В экономическом отношении интерес представляет *материальное* распределение займов между иностранными и туземными кредиторами: займы, размещаемые среди иностранных капиталистов, привлекают в страну новый капитал, и поэтому современные экономисты (Леруа-Болье) не разделяют часто выражавшихся прежде опасений (еще в XVIII ст. Кондорсе) о длительном закабалении страны платежами процентов за границу. Мы уже останавливались на их экономическом влиянии и сравнительных с внутренними займами преимуществах и невыгодах.

Но, спрашивается, как выяснить *действительное распределение займов* при несовпадении формального разграничения с материальным и при непрерывной миграции облигаций из одной страны в другую?

Точного учета и контроля в этом отношении достигнуть невозможно, но некоторые, неполные и неточные, сведения получаются в случае освобождения от налога с денежных капиталов иностранных держателей путем клятвенных заверений их о принадлежности им представляемых к оплате % облигаций (affidavit). Во время минувшей войны Англия, Франция и др. страны прибегали для поддержания своих валют к регистрации валютных сделок, монополизации заграничных платежей, мобилизации иностранных ценных бумаг в руках казны с целью обеспечения внешних долгов ²⁾. Но вероятные уклонения и злоупотребления заста-

¹⁾ Leroy-Beaulieu. II p. 240—2.

²⁾ Gibson, o. c. и L. Hillel. Mouvement du change et politique de stabilisation. 1919. P. III, 3.

вляют сомневаться в возможности основываться на полученных данных для определения внешней и внутренней (реальной) задолженности каждой страны.

Последняя война значительно изменила характер задолженности многих государств: страны, не знавшие внешних долгов, оказались обремененными значительной внешней задолженностью, как напр., Франция и Англия. Главная доля этих долгов — займы, заключенные у *союзных правительств* (*dettes interalliées*). Общая взаимная задолженность достигает колоссальной цифры в 25 *мд. долл.*:

Соед. Штаты кредитуют Европу на 10,9 *мд. дол.*, Англия должна другим государствам 5,42 *мд. дол.* и кредитует остальные на 9,78 *мд.*, Франция должна 6,82 *мд.*, которым противостоят 3,12 *мд. „активов“*, не считая германских репараций, Италия должна 4 *мд. дол.*, прочие государства — 8,7 *мд.*

Франция должна главным образом Америке и Англии: частные займы у Моргана и реализация бонов казначейства чрез разные банки происходила с 1915 г. поныне; значительная часть этих займов уже погашена; ее „коммерческие“ займы в Англии состоят преимущественно из ссуд английского банка французскому, обеспеченных на $\frac{1}{3}$ золотом. Но главную часть ее внешней задолженности составляют правительственные ссуды С. Штатов (2.950,7 *м. дол.*) и Англии.

Франция в свою очередь кредитовала во время войны *Россию* на 5½ *мд. франков* и различные антисоветские окраинные правительства на 480 *м. фр.*, Бельгию — на 3684 *м.*, Юго Славии на 1795 *м. фр.*, Румынию — на 1181 *м. фр.*, Польшу — на 1056 и т. д., всего на 15 *слишком мд. франков*. Но значительная часть этих ссуд совершенно безнадежна. Ее права на репарацию со стороны Германии, значительно превышающие ее долг Америке, представляют в значительной доле тоже *nudum ius*.

Италия использовала „союзнический“ кредит почти на 4 *мд. дол.* уплаты которых совершенно непосильна для нее.

Ни Франция, ни Италия и Бельгия не платят пока ничего по этим „междусоюзным“ долгам, и только Англия принялась за уплату своего долга Соед. Штатам (с процентами за все истекшие годы), достигшего 4,7 *мд. дол.*: согласно заключенному (Болдвином) с С. Шт. договору погашение рассрочено на 62 года, начинаясь с 23 *м.* и возрастая до 175 *м. ф. ст.* к концу срока; процент составляет 3% до 1924 г. и 3½% в последующие годы. Тяжелое бремя внешних платежей побуждает Англию настаивать на уплате ей союзниками своих долгов.

Но эта уплата непосильна для них, пока они не будут получать от Германии хоть части следуемых им репараций. Таким образом, обе проблемы тесно переплетаются и могут быть разрешены только совместно.

Удастся ли вообще заставить Германию платить по репарациям, покажет ближайшее будущее, но ясно, что установленная в 1921 г. сумма репарационных платежей значительно превышает ее платежеспособность и будет сокращена, а в таком случае уплата Францией, Бельгией и Италией их долгов С. Штатам ставится под вопрос. Многие, в том числе видные американские экономисты, как Селигман, находят, что эти союзнические долги должны быть аннулированы как по сообра-

жениям справедливости, так и с *экономической* точки зрения: ссуды эти были даны союзникам на *общее дело*, ради которого европейские государства понесли громадные жертвы; заставлять их платить по этим займам — значит лишить Америку европейского рынка, расстроить валютные паритеты и платежный баланс и наводнить ее дешевыми европейскими товарами, т. к. все золото Европы недостаточно для покрытия ее долга С. Штатам. Указанная точка зрения пока не встречает сочувствия у большинства членов конгресса, и проблема остается неразрешенной ¹⁾.

§ 3. Займы принудительные, патриотические и добровольные.

Принудительные займы были обычным явлением в финансовой истории XV—XVIII веков, к ним прибегала Франция во время Великой революции и другие страны в позднейшие эпохи, они снова выдвинулись ныне после войны в ряде государств, находящихся в тяжелом финансовом положении.

„Принудительный заем“, по мнению Жеза, не есть заем, т. к. последний предполагает *договор*, свободное соглашение; он скорее может быть причислен к налогам (и в Германии получил название (Steueranleihe), хотя отличается от налога обещанием возврата капитала и уплатой процентов. Жез ²⁾ определяет его, как „принудительное взыскание (requisition) денежной суммы за односторонне устанавливаемое взыскивающим вознаграждение“. Он представляет явление одного порядка с военными реквизициями, бумажно-денежной эмиссией, принудительной консолидацией обеспеченных бумажных денег и текущих долгов. Но такая консолидация, равно как принудительная расплата с поставщиками и другими кредиторами обеспеченными облигациями государственных займов, является уже частичным *банкротством*, а не „займом“. К принудительным займам некоторые относят *антиципацию* налогов и обязательные залоги должностных лиц, но в первом случае нет платежа процентов, а во втором мы имеем дело не с займами, а с видом текущего долга.

Вряд ли стоит доказывать *право* государства прибегать к принудительным займам вообще и особенно в критические моменты: если власть может требовать жертвы жизнью, здоровьем от миллионов своих подданных, то, понятно, она в праве требовать хотя бы всего имущества их путем налогов или принудительных займов. Вопрос лишь в том, *целесообразно ли* прибегать к последним?

Против них Леруа-Болье и большинство финансистов выдвигают ряд серьезных доводов: принудительные займы расстраивают национальное

¹⁾ См. Seligman. The state of our national finances. Amer. econ. review. 1922, march и его же Les dettes alliées в Revue de sc. et de législ. fin. 1923. № 1 и W. Mautner Die Verschuldung Europas 1923 г.

²⁾ Jèze. Cours I, ch. XII p. 469 и отдельн. брош. L'emprunt forcé. 1922.

производство, падают крайне неравномерным бременем, так как оценка имущества очень затруднительна, они вызывают сильное недовольство и, как показал опыт истории, дают ничтожные результаты сравнительно с добровольными займами.

Жез замечает по этому поводу, что их нечего и сравнивать с последними, так как к ним прибегают лишь в случаях: 1) невозможности получить средства путем добровольного займа или налогов, 2) непомерной задолженности и платежей или 3) чрезмерной высоты требуемых капиталистами процентов, неприемлемых для фиска. Неравномерность имеет место и при высоких налогах, но из-за этого ведь не отказываются от их взимания. Тем менее опасна неравномерность при займах, требующих жертвы единовременной и в будущем компенсируемой. Что касается недовольства имущих классов, то оно парализуется в демократических странах силой общественного мнения, благоприятного займу, агитацией в прессе, с церковной и университетской кафедры и проч.

Однако, анализ различных случаев, когда прибегают к принудительным займам, приводит Жеза к мало благоприятным для них выводам: 1) при полном истощении страны принудительные займы так же осуждены на неудачу, как и добровольные, 2) при *временных* финансовых затруднениях и желании правительства сократить непомерное бремя платежей процентов, распределив жертву между *всеми* капиталистами, принудительный заем, столь многими ныне рекомендуемый, уступает, по мнению автора, единовременному налогу на имущество: последний позволяет *освободиться от капитальной суммы долга* (а не только от высоких процентов), выкупив его в обесцененной валюте; а между тем для *наличных* кредиторов по принудительному займу жертва почти та же, что и при единовременном налоге: облигации такого (низкопроцентного) займа котируются весьма низко, и при реализации их они теряют большую часть капитала; обогатившихся за время войны *почвеaux riches* правильнее обложить высоким налогом, чем займом, сохраняющим за ними капитал; технические затруднения оценки и взимания одинаковы при займе и налоге. Итак, в указанном случае принудительный заем нежелателен: ему следует предпочесть единовременный поимущественный налог. 3) Остается случай ¹⁾, когда экономическое положение страны благополучно, но капиталисты требуют чрезмерно высоких процентов, пользуясь временным нарушением финансового равновесия. В этом случае „общественное мнение будет всецело на стороне правительства при заключении принудительного займа“.

По нашему мнению, этот случай мало отличается от предыдущего, и уж если применять принуждение к жадным капиталистам, то и тут единовременный налог по тем же основаниям предпочтительнее. Но обычно при описанных обстоятельствах достаточно *угрозы* принудительным займом, чтобы побудить банковые сферы к приемлемым условиям добровольного кредита.

Исторический опыт еще меньше говорит в пользу принудительных займов: к ним прибегали английские короли (loans under privy seal), пока

¹⁾ Р. 475. 2-me sorte.

парламент не запретил их в 1627 г. (petition of rights), и французские короли, начиная с XIV века, и московские цари; займы делались у торговых городов, у именитых купцов (напр. у Строгановых), у монастырей. Но в те времена еще не существовало, в сущности, государственного кредита, и принудительные займы чередовались с другими сомнительными методами извлечения средств (expédients).

В конце XVIII столетия Великая французская революция обратилась к принудительным займам по истощении других источников дохода: заем 1793 г. в 1 миллиард, падавший на доходы холостых свыше 6000 ливров и женатых — свыше 10 тыс. ливров, предназначался на сокращение ассигнаций. Он был дополнен добровольным займом, зачитывавшимся в платежи по нему; но вскоре (3 сентября 1793 г.), пришлось усилить принудительный заем, понизив свободный от него минимум до 1—1½ тыс. и установив прогрессию платежей от 1/10 с доходов от 1 до 2 тыс. до полного поглощения избытка сверх 4 тыс. ливров. Результат был весьма мизерный — 55—75 мил. обесценившимися ассигнациями. Несмотря на эту неудачу конвента, директория выпустила в 1795 г. принудительный заем в 600 мил. ливров *золотом*, раскладываемых в каждом департаменте среди 1/4 его наиболее состоятельных граждан. Несмотря на сочувствие буржуазных классов правительству, заем дал всего 306 м., т. е. вдвое меньше предположенного, и этот результат был еще сравнительной удачей. Заем 1799 г., предложенный директорией накануне ее падения (в раз- мере 0,3 до 2-х кратной суммы платимого поземельного налога при дохо- дах 400—4000 фр., а затем прогрессировавший до 3/4 дохода) был встре- чен с негодованием и отменен Наполеоном через неделю после переворота. Единственным удавшимся во Франции был небольшой заем реставрации в 1816 году на 100 м. фр.

В дальнейшем мы встречаем еще один удавшийся принудительный заем в Италии в самую тяжелую пору ее финансовой истории в 1866 году ¹⁾: 400 мил. лир займа были распределены между провинциями и общинами пропорционально поступлениям прямых налогов, а в пределах общины плательщики налогов делились на восемь курий, из которых последняя не подлежала займу, а взносы остальных прогрессировали от низших курий к высшим: 4-ая курия вносила 1/7 следуемой с общины суммы, первые три — на 1/2, 1/3 и 1/5 выше этой доли, а последние три — на 1/5, 1/3, 1/2 ниже ее. Внутри каждой курии раскладка производилась по платежеспособности. Кредиторы получали 5%, и кроме того, 1% на- значался на выигрыши; заем погашался с 1870 г. в 20 полугодий. Срав- нительно выгодные для принудительного займа условия, рациональная система раскладки, а может быть и патриотический под-ем позволили собрать всю требуемую сумму.

После минувшей войны принудительные займы, казалось, похоро- ненные историей, снова всплывают на поверхность европейской жизни, становятся предметом оживленных споров и кое-где получают приме- нение. В Англии и Соед. Штатах вопрос о них даже не поднимался. Но в Новой Зеландии в 1917 г. и в Австралии в 1918 г. правительство

¹⁾ См. I. Tivaroni. Storia del debito pubblico del regno d'Italia. 1908.

прибегало к угрозе принудительным займом, чтобы побудить банковские сферы к добровольному, и угроза возымела действие.

То же мы видим в Голландии в 1914 г. и в Норвегии в 1921 г.: банки расписали между собой небольшой норвежский 6% заем в 120 мил. крон, желая избежать принудительного займа.

Во Франции, Италии и Германии много говорили и писали о принудительных займах, но в первой стране дальше разговоров дело не пошло ¹⁾, в Италии сенатор Риччи и впоследствии в 1919 г. комиссия по сокращению задолженности и оздоровлению финансов выдвигали проекты принудительного займа с низким процентом в противовес проектам единовременного налога; комиссия предлагала заем из 1% в размере от 5 до 40% имущества, погашаемый в 70 лет; для выяснения размера денежных капиталов предполагалось превратить все ценные бумаги в именные. Но эти проекты уступили место „единовременному“ налогу, рассроченному на десятки лет.

Наконец, в Германии после долгих споров идея принудительного займа, пущенная еще в 1907 году и противопоставлявшаяся затем (Гельферихом, Хагенбергом и др.) проектам единовременного налога, получила осуществление в законе 20 июля 1922 г. ²⁾. К тому времени введенный Эрцбергером в 1919 г. Reichsnotopfer успел обнаружить свою неудачу, дав лишь 15 мд. мар. обесценившимися деньгами; дефициты и обесценивание катастрофически росли, и вот ради успокоения репарационной комиссии, ut aliquid fiat, решились на принудительный заем. Сначала предлагали 40 мд. мар., левые партии настаивали на исчислении займа в золотых марках (1 мд.), но их убедили в опасности такого займа для бюджета при дальнейшем обесценении марки; тогда остановились на цифре в 70 мд. бумажных марок, которые должны были быть внесены до 31 декабря 1923 г. Заем выпущен по курсу от 94 до 106, смотря по времени подписки (с июля 1922 г. до февраля 1923 г.), что „должно было побуждать к скорейшей подписке“ (?). До ноября 1925 г. он не приносит процентов, а после этого приносит 4%, с 1930 г. — 5%. Погашение производится по 1½% в год.

Обязаны к подписке все плательщики поимущественного налога, кроме ипотечных банков; следовательно, свободны от него лица с имуществом до 100 т. мар.; при доходе менее 40 т. имущественный минимум поднимается до 300 т., а для стариков или нетрудоспособных (с дохода до 60 т.) до 1 мил. Ставки прогрессируют от 1% с первых облагаемых 100 т. м. (т.-е. с имущества 100 — 200 т.) до 10% с доли имущества свыше 1 мил. Две трети причитающейся суммы подписки вносятся одновременно с декларацией имущества не позднее 23 февраля 1923 г., остальная треть в течение двух месяцев после окончательного определения финансовыми органами следуемой суммы. Юридические лица подлежат половинным ставкам. Семейные скидки делаются по 1/20 на

¹⁾ Les propositions ont été faites, mais sans grande conviction ni sérieuses chances de succès. Jèze, p. 493.

²⁾ См. в Bank-Archiv 1922 г. статьи Becker'a (№ 12), Springer'a (№ 16), Dreyfus'a (№ 18) и Koeppe'l'я (№ 22), а также E. Wellhoff. L'emprunt forcé allemand в Revue de Science et de législ. financières, 1923 (№ 1).

ребенка сверх двух, если имущество не превышает 3 мил. мар. Закон допускает отсрочки и освобождение от налога, зависящие от усмотрения финансовых органов: термины закона в этом отношении весьма неопределенны и эластичны. Если декларация значительно расходится по вине подписчика с окончательной оценкой, то подписная сумма увеличивается на 20—60%, за исключением случая, когда точная оценка представляется особенно затруднительной.

Заем был встречен очень неодобрительно: известный экономист-практик Г. Бернхард доказывал преимущества налога на капитал перед принудительным займом, *Гильфердинг* считал заем мерой запоздалой, недостаточной для покрытия дефицита и падающей в конце концов на имперский банк (куда обратятся подписчики за ссудами), следовательно, увеличивающей эмиссию, для сокращения которой заем заключался. Беспроцентность до 1925 г. понижает курс облигаций. Процедура оценки весьма сложна и вызвала много споров (напр., определение длящихся затрат, минимального оборудования и т. п.). По мнению французского критика, тариф ставок установлен неправильно (высокий минимум), усмотрению финансовых органов предоставлен широкий простор, выражения закона *нарочито* неясны и запутаны, отсрочка взносов при быстром обесценении денег лишает заем всякого значения; вообще он является „фискальным фарсом“, комедией, разыгрываемой пред державами антанты.

Мы не будем здесь разбирать, прав или нет г. Вельхоф насчет „*mauvaise foi financière*“ Германии, но несомненно, что заем дал и не мог не дать совершенно ничтожных результатов.

Таким образом, и последний опыт свидетельствует о неудаче принудительных займов, этой гибридной формы, не имеющей достоинств и сочетающей недостатки займов и налогов.

В Советской России неудача добровольного размещения *золотого выигрышного* займа (вследствие недостаточного доверия населения к государственному кредиту и потери привычки к сбережению) вызвала *принудительное размещение* его среди высших разрядов плательщиков подоходно-имущественного и промыслового налога по специальной скале (декрет 4 сентября 1923 г.), поставщиков и подрядчиков (государственных, кооперативных и коммунальных учреждений) в размере 15% причитающейся им суммы и комиссионеров в размере 15 — 20% (постан. СТО от 18 сент. 1), наконец (в порядке не законодательном, а административном) служащие и рабочие получали до 1 января 1924 года часть жалованья облигациями. Последняя мера приводила к фактическому уменьшению их скромных заработков и к массовому выбрасыванию облигаций на рынок, понижавшему их курс или к безвозвратному залогоу в Госбанке. Принудительная подписка на заем плательщиков налогов рассматривалась, как дополнительное обложение; что касается подрядчиков и поставщиков, то не присчитывают ли они убытков на облигациях займа к цене подряда или поставки? Вообще, вред ли поступления по займу окупили те убытки, которые вызвало принудительное его размещение среди населения. Нужно, впрочем, иметь в виду, 1) что к мерам пону-

¹⁾ Послед. постан. СНК СССР от 19 февраля 1924 г.

ждения прибегли лишь после неудачи добровольной подписки, 2) что некоторые меры косвенного понуждения к подписке практикуются и практиковались у нас и на Западе даже до войны в целях поддержания курса государственных займов (гл. III). Новый выигрышный заем 1924 г. тоже размещается принудительно.

Патриотические займы ¹⁾.

Это — добровольные займы, при которых государство обращается к чувству патриотизма граждан с целью выговорить условия более льготные сравнительно с обычными рыночными. К таким займам обращалась Франция в 1789 г. два раза, в 1831 г. и 1848 г., и всякий раз терпела неудачу; в Англии аналогичные попытки в 1798 и 1817 г.г. тоже не имели успеха; в России попытка использовать патриотический подъем при выпуске 5%-ных банковских билетов перед турецкой войной ни к чему не привела. Сравнительно успешнее прошел из прежних патриотических займов итальянский *Consorzio nazionale*. Затем, в течение минувшей войны первые английские займы (1914 г. $3\frac{1}{2}\%$ по 95) и краткосрочные обязательства казначейства были выпущены на очень выгодных для фиска условиях, повидимому, отчасти под влиянием призывов правительства к патриотизму. То же можно сказать о займах Соединенных Штатов 1898 г. (200 мил. д. из 3%) и первого займа свободы 1917 г. ($3\frac{1}{2}\%$).

Приведенные исторические примеры приводят к заключению, что патриотические займы большей частью терпели неудачу, за редкими исключениями, когда условия их мало отличались от рыночных, т. е. когда от подписчиков не требовали слишком большой жертвы.

§ 4. Бессрочные и срочные займы.

По праву востребования со стороны кредитора займы делятся на бессрочные и срочные.

А) Бессрочные займы или „вечная“ рента (*rente perpétuelle*), погашение которой всецело зависит от государства-должника, составляют ныне господствующую форму государственных займов (исключительно присущую государственному кредиту). И понятно — она представляет для должника ряд выгод и преимуществ: 1) государство оставляет за собой право выбора наиболее удобного способа и момента погашения; 2) с отсрочкой погашения уменьшается тяжесть уплаты в силу постепенного падения ценности денег, а следовательно, и ценности номинальной суммы займа; 3) при бессроч-

¹⁾ Jèze, I, ch. XI, p. 457—66.

ной ренте возможна *конверсия*, и право на нее государства неоспоримо, между тем как допустимость конверсии при срочном займе многими оспаривается. С другой стороны, бессрочная рента опасна, так как с ней устанавливается добровольный порядок погашения, а фактически часто полное прекращение такового, что ведет к ускорению роста государственных долгов: в этом серьезный недостаток государственной бессрочной ренты. Некоторые указывают еще на одно различие между срочным займом и бессрочной рентой: по последней процент всегда ниже, чем по займу срочно погашаемому. Но это далеко не всегда имеет место. Бессрочная рента — продукт нового времени: она предполагает упорядоченный финансовый строй и устойчивый кредит государства, а также изобилие свободных капиталов и технические удобства кредита.

В отличие от описанной формы ренты (*kündbare Rente*) есть другой вид ренты — безвозвратные займы „вечные“ в тесном смысле слова, по которым государство отказывается от права погашения (*unkündbare oder ewige Rente*). Эта форма, при которой погашение возможно лишь путем покупки бумаг на бирже, лишает возможности конверсий, а потому невыгодно и редко применяется. У нас „вечные вклады“ различных благотворительных учреждений и частных лиц, доставлявшие до войны 2-3 миллиона рублей в год, не играли почти никакой роли в системе государственного кредита.

Б) Срочно погашаемые займы. Существует 4 формы срочных займов: 1) пожизненные ренты, 2) аннуитеты, 3) займы, погашаемые целиком в определенный срок и 4) займы, погашаемые путем тиражей (к последней группе можно отнести и лотерейные займы). Рассмотрим эти формы отдельно.

1) Наиболее ранняя форма — пожизненная рента. Когда еще не было страховых обществ, государство брало на себя страховые функции, обязуясь платить застрахованным лицам пожизненные ренты. Они возникли из средневековой формы кредита — „прекария“, представлявшего передачу церковному учреждению в собственность какого-либо имущества с сохранением за „прекаристом“ права пользования им за особую плату. Постепенно, с заменой имущества денежной суммой, а права пользования им — ежегодным платежом, прекарий превратился в пожизненную ренту ¹⁾.

Эти ренты были известны еще в итальянских городах XIV века; они широко применялись во Франции, начиная с Кольбера в течение всего XVIII века, вплоть до 1789 года, а в Англии, начиная с XVII века; особенное развитие они получили при Питте.

Не зная ничего о статистике смертности, не имея таблиц, государства в первую пору (XVII века) часто терпели ущерб при этих займах: платежи не соответствовали средней смертности и значительно превышали нормальный уровень. Пожизненные ренты связывали также государство неопределенностью срока. Указанные обстоятельства заставили отказаться от этой формы срочных займов, на смену которой выступили другие.

¹⁾ Landmann. Op. cit.

Особую форму государственной ренты представляли из себя так называемые тонтинны ¹⁾. Эти займы оказывались государству товариществом кредиторов под обеспечение определенных отраслей государственных доходов, при чем уплата производилась каждому члену товарищества пожизненно и прекращалась со смертью последнего, пережившего всех товарищей, кредитора. Здесь тот же принцип пожизненности, но число лет равнялось наиболее продолжительной жизни последнего участника, который выгадывал больше всех. Тонтинны соблазняли тех, кто рассчитывал долго жить, и государство пользовалось падкостью капиталистов на эти виды займов.

Во Франции тонтинны были введены еще при Мазарини в 1653 г. затем в 1689 году; в Англии при Вильгельме Оранском в 1692 году, а в течение XVIII века несколько раз: в 1761 и 1789 г.г. Для государства тонтинна так же невыгодна, как и пожизненная рента: тот же риск, та же неопределенность срока.

2) Более планомерна вторая форма срочных займов — аннуитеты, при которых государство обязывается ежегодными платежами в течение определенного числа лет (сначала 99 лет, затем срок сокращался до 45, 39, 21 г. и т. д.). Неудобства их для государства состоят в том, что оно связывает себя сроком, выгода сравнительно с пожизненной рентой в том, что срок этот определенный. Аннуитеты служили в Англии дополнительной выгодой держателей бессрочной ренты и позволяли заключать займы даже при неблагоприятных условиях из низкого процента.

Главная задача, которую они осуществляли, состояла в погашении государственных долгов: Гладстон, например, находил в них удобную форму связать себя определенным планом погашения. Политика погашения, предпринятая в Англии с 60-х годов, осуществлялась преимущественно путем превращения части бессрочных рент в аннуитеты.

Правительство Франции заимствовало эти приемы погашения, введя у себя тоже аннуитеты, только в несколько измененном виде. Оно выдавало аннуитеты от имени „пенсионной кассы“, при чем на сумму, получаемую кассой, выкупалась и погашалась бессрочная рента. Ошибка французского правительства заключалась в том, что оно вводило в эту операцию момент благотворительности (оно выдавало 5% по этим ссудам), который повредил делу. Когда платежи государства значительно возрасли, аннуитеты были отменены (вместо того, чтобы понизить %).

3) В большинстве государств, кроме Англии и Франции, до 90-х г.г. XIX в. наиболее растространены были займы, погашаемые путем срочных тиражей, в которых устанавливается заранее план и срок погашения. Большею частью план погашения определяется так, что в течение всего срока займа производятся равные платежи, которые в первые годы идут главным образом на уплату кредиторам процентов, а затем все увеличивается доля, падающая на погашение: таким образом, каждый год погашается все большая доля, сравнительно с предыдущим, ибо с каждым годом уменьшается сумма, поступающая в уплату процентов,

¹⁾ Получили свое название от имени изобретателя, итальянца Тонти.

и, следовательно, погашение ускоряется с годами (как в ипотечных займах). Значительная часть государств прибегает преимущественно к этого рода займам. В пользу их выдвигают 1) тот довод, что государство связывает себя определенным планом погашения, 2) что эти займы большею частью выпускаются ниже *pari*, и кредиторы, получая обратно свой долг, выгадывают на разнице между курсом эмиссионным и номинальным: если, напр., заем выпущен по курсу 92, а на другой год облигации данного лица вышли в тираж, то кредитор, получая обратно 100 рублей, выигрывает, кроме $\frac{1}{100}$ по займу, еще 8 рублей разницы на курсе; эта разница или *премия* составляет приманку для мелких капиталистов, и *курс*, по которому реализуется заем, вследствие возможной премии, *выше*, чем курс равнопроцентной ему бессрочной ренты: возможность получить премию побуждает кредиторов соглашаться на меньший $\frac{1}{100}$, иначе говоря, кредитор готов дать за данную облигацию большую сумму: если, напр., 4 $\frac{1}{2}$ % бессрочная рента котируется 90, то 4 $\frac{1}{2}$ % срочно-погашаемый заем будет котироваться 91—5. Вот выгода, которая побуждает м-ров финансов прибегать к срочно погашаемым займам по курсу ниже *pari*.

4) Четвертая форма — займы, *погашаемые целиком сразу*. Она менее удобна для фиска, если срок выкупа *точно фиксирован*, так как нельзя точно предвидеть, найдутся ли средства для выкупа в назначенный срок. Поэтому точное установление срока возможно лишь при сравнительно небольших займах.

Но государство может установить срок выкупа в известных *пределах*, сохраняя за собой *право* выкупа, начиная с определенного момента, напр., чрез 10 лет, и *обязываясь* произвести выкуп по истечении определенного числа лет, скажем, чрез 20 лет. При такой широкой возможности выбора момента выкупа означенная форма займов не представляет никакой опасности. Она успешно применялась в С. Штатах Северной Америки: после междоусобной войны был выпущен заем на 10—20 лет, т. е. государство получало право возврата через 10 лет и обязывалось к уплате долга через 20 лет. Во второй раз подобный заем был выпущен после войны с Испанией, благодаря свободным излишкам, при чем погашение производилось быстро и удачно. Во Франции такой же характер носил заем, названный „*cinq-vingt*“, по которому государство через 5 лет могло, а через 20 лет обязано было погасить долг. Вообще эта форма срочных займов возможна в том случае, если период лет достаточен для выбора момента погашения; но крайний срок должен быть не особенно велик.

Минувшая война внесла значительное *разнообразие* в формы государственных займов: характерной чертой кредита военного времени является *преобладание срочных* займов над обычной рентной формой: во Франции, на ряду с пятью рентными займами, появились „облигации национальной защиты“ сроком на 10, 15, 6 лет, „*бонус-облигации*“ — промежуточная форма между текущими долгами и займами — и долго-срочный 5 $\frac{1}{2}$ % заем 1920 г. на 60 лет.

В Англии ее „консоли“ (бессрочная рента) совершенно исчезли во время войны, уступив место срочным займам американского типа с ми-

нимальным и максимальным сроком выкупа, при чем конечный срок был установлен для первого военного займа очень краткий — 13 лет; при втором займе он был уже значительно удлинён — до 1945 года, т. е. до 30 лет; 3-й заем был заключен на 12—30 лет; четвертый — „заем победы“ был уже долгосрочным — на 71 год (до 1990 г.), но с правом досрочного выкупа с 1960 года. В 1921 г. был выпущен $3\frac{1}{2}\%$ „конверсионный“ заем с правом выкупа не раньше 1961 г.

Наряду с этими займами Англия широко использовала новый вид краткосрочных займов — „национальные военные облигации“ (National War bonds), выпускавшиеся сериями одновременно четырех типов:

5% -ые сроком на 5 лет с премией при выкупе в 2% сверх номинала,

5% -ые сроком на 7 лет с премией при выкупе в 3% ,

5% -ые „ „ 10 „ „ „ „ „ „ 5%

и 4% -ые, свободные от налогов, на 10 лет с выкупом *al pari*.

Срочность займов, возобладавшая после войны, объяснялась невыгодностью условий их реализации и надеждой на возможность изменения условий путем конверсий после войны. Эти надежды оправдались только в С. Штатах и в слабой степени в Англии.

§ 5. Выигрышные займы ¹⁾.

Лотерейными или выигрышными займами называются такие срочно погашаемые займы, в которых *наряду с процентом или вместо процента* кредиторам предоставляются *шансы выигрыша*: на каждый тираж погашения приходится один или несколько тиражей определенного числа выигрышей. Последние сближают их с лотереями, и некоторые писатели, как, напр., Жез, считают выигрышные займы *видом лотерей*; так смотрит на них и французское законодательство. С юридической, экономической и финансовой точки зрения, по мнению Жеза, дело идет о лотерее; различия между ними не существенны (р. 152 — 3). С этим мнением нельзя согласиться: капитальная сумма, помещенная в займы, возвращается кредитору, и в этом существенное, чрезвычайно важное с народно-хозяйственной точки зрения, отличие их от лотерей. Отличие их от обыкновенных займов только то, что в расчете на выигрыши подписчики соглашались а) совсем не получать процентов (беспроцентные выигрышные займы, *emprunts-lotteries*, *Losanleihen*) или б) получать процент ниже обычного (процентные в. з., *emprunts à lots*, *Lotterien-oder Prämienanleihen*). Вагнер поэтому и определяет выигрышные з., как такие, где...“ процент полностью или частью *выплачивается в форме премии* (выигрышей).

Выигрышные займы встречают осуждение со стороны большинства финансовых авторитетов (Nebenius, Stein, Wagner, Myrbach, Flora, осо-

¹⁾ Leroy - Beaulieu, II, ch. 6; G. Jèze. Cours I и статья *Les emprunts à lots* в *Revue de science et de legisl. fin.* 1923, № 2.

бенно Jèze), выдвигающих против них юридические, моральные и финансовые соображения: а) займы эти развивают в населении страсть к игре, стремление к обогащению без труда, развращающее народную массу и отвлекающее ее от правильных сбережений. Особенно вредна сопутствующая им продажа „промеес“, т. е. шансов выигрыша, мелкому люду, с которой законодательства ведут безуспешную борьбу: такова широко практиковавшаяся во Франции (вопреки закону 1900 г.) операция *vantes à temperament ou à crédit de valeurs à lot*; б) запрещающие частные лотереи и лотерейные займы в силу их вредного развращающего влияния, государство не должно само пользоваться этим незаконным видом кредита; в) финансовые соображения против выигрышных займов заключаются, по мнению Вагнера, в том, что 1) выплата выигрышей часто неравномерно распределяется на период погашения и обременяет нередко казну в самый неудобный момент, 2) выигрышные займы, как срочно погашаемые, не допускают досрочного погашения, а следовательно, и конверсии (об этом ниже в гл. IV¹⁾), 3) к тому же займы эти могут заключаться лишь на сравнительно небольшие суммы, так как крупные капиталисты не прельщаются выигрышами, а ищут точно калькулированной прибыли на капитал: рисковать можно лишь незначительной долей своего капитала или дохода; г) Жез выдвигает против выигрышных займов еще одно обвинение: в силу того, что при срочных тиражах в начале срока главную долю платежей составляет процент, а к концу его погашение и выигрыши, выгода от низкого % по займу достается поколению, заключившему заем, а на будущие поколения налогоплательщиков ложатся главным образом выплата выигрышей и погашения. Это несправедливо по отношению к „будущим поколениям“ (р. 164). Такое огульное и категорическое осуждение выигрышных займов кажется нам несколько преувеличенным: нельзя отождествлять выигрышные займы с лотереями, где теряется капитал и элемент азарта играет доминирующую роль. Выигрышные займы сохраняют капитальную сумму облигаций, и если процент по ним немногим отличается от обычного, а размеры облигации не очень малы, то вряд ли они представляют опасность для страны.

Защитники выигрышных займов²⁾ указывают, что государство, находящееся в тяжелом финансовом положении, не может слишком ригористично придерживаться морально-педагогических принципов. Элемент случайности, конъюнктуры играет, помимо выигрышных займов, крупную роль в современной экономической жизни, и страсть к игре, к случайной наживе находит достаточно пищи в биржевой спекуляции. Да и верно ли, что выигрышные займы отучают от нормальных сбережений? Мы видим, что во Франции, где они широко практикуются, привычка к сбережениям гораздо более проникла в массы населения, чем в Англии, где закон запрещает лотереи, а духовенство, либералы и рабочие в парламенте высказываются против разрешения выигрышных займов.

¹⁾ A. Wagner, о. с., S. 818 — 19.

²⁾ Chevalier (доклад в пал. депут. в 1870); Leroy-Beaulieu, II и др.

Надежда на выигрыши часто служит большим, чем высокий $\%$, стимулом к сбережениям. Для многих, говорит Леруа-Болье, она сослужила службу клада в Лафонтеновской басне: выигрыша не дождалась, но зато накопили сбережения. „Что дурного в том, что бедные люди... сберегая деньги на покупку билета, строят затем накануне тиража воздушные замки? Даже следующее за ним большей частью разочарование не уничтожает сладости надежд“ (р. 369—72).

Что касается финансовых неудобств, срочности погашения тиражами не лишает возможности конверсии; необходимо только оговорить при заключении займа это право, что и практикуется в последних французских займах *Crédit national*; неравномерность распределения выигрышей во времени и связанные с ней потери на страховании могут быть ослаблены путем надлежащего платежа тиражей. Хотя выигрышные займы уступают по размерам обыкновенным, но недавняя практика Германии и Франции показала, что они могут достигнуть нескольких миллиардов франков или марок (в Германии 3,8 мд. в 1919 г., во Франции 4+4+3 мд. фр. в 1919—21 г.). Наконец, при сравнительно высоком проценте современных выигрышных займов (5% во Франции) и праве конверсии в будущем вряд ли можно серьезно говорить о „несправедливости по отношению к будущим поколениям“.

Леруа-Болье рекомендует следующие условия выпуска, при которых выигрышные займы не представляют опасности: 1) они должны давать некоторый минимальный процент (2-2½%), 2) сумма выигрышей не должна превышать $\frac{1}{10}$ ежегодного платежа процентов и погашения, 3) погашение происходит в 50—75 лет по номинальной цене или выше ее (с премией), 4) каждый выигрыш не должен превышать 150 тыс. фр., 5) тиражи не должны иметь место чаще, чем четыре раза в год (II, p. 372).

Обычные условия современных займов в общем отвечают указанным требованиям: раз или 2—4 раза в году производится тираж выигрышей для непогашенных билетов, независимо от тиражей погашения, происходящего большей частью сериями (50—100 билетов в каждой). Один или несколько очень крупных выигрышей („200 тыс. р.“) составляют главную приманку, поражая воображение обывателей, остальные более мелкие поддерживают интерес к займу. Проф. Мигулин рекомендовал, основываясь на психологии масс, не создавать выигрышей средних размеров, мало интересующих подписчиков, а ограничиться несколькими очень крупными и достаточным числом совсем мелких выигрышей.

Если число выигрышей остается одинаковым в течение всего срока займа или сокращается медленнее, чем число билетов, то шансы выигрышей для держателей с каждым годом увеличиваются, повышая курс оставшихся билетов нередко в несколько раз против номинального; в таком случае держатель при выходе билетов в тираж теряет, и чтобы обезопасить себя от указанной потери и сохранить шансы выигрыша, он *страхует* выигрышные билеты в банке или банкирской конторе: последние обязуются в случае выхода данной серии в тираж доставить страхователю другой билет того же займа. Между тем билеты выигрышных займов размещены большей частью у мелких держателей, и их не легко

достать на бирже; поэтому указанная операция становится с каждым годом все более затруднительной, страховая премия быстро растет, требуя от держателей значительных приплат. Таковы были затруднения, возникшие в связи с неудачной системой наших прежних выигрышных займов.

Выигрышные займы были довольно распространенной формой кредита в XVIII веке в Англии и Франции и в первой половине XIX века в германских государствах.

В истории финансов выигрышные займы играли иногда значительную роль: в Англии они были особенно часты при Вильгельме Оранском и его преемниках в конце XVII и начале XVIII века: Million lottery l. 1694 г., Malt lottery loan 1697 г., займы 1710—19, подчас по два в год на сумму в $1\frac{1}{2}$ —2 м. ф. (процент по ним опускался с 6 до 4%), затем займы 1761—8 г. (из 3—4%) и, наконец, займы 1777—84 г. во время войны с Америкой. С тех пор они исчезли: во время наполеоновских войн правительство заключало обыкновенные займы, но пользовалось до 1824 г. лотерей. Вообще в финансовой истории Англии выигрышные займы и лотерея чередуются и ни разу не встречаются одновременно. Во время последней войны появились проекты выигрышных займов для большего привлечения мелких сбережений. Эта идея встречала сочувствие преимущественно среди консерваторов и в торговых кругах; Бонар Ло подверг вопрос обсуждению специальной комиссии в 1917 году, хотя еще в 1916 г. комиссия, изучавшая способы привлечения мелких держателей (Committee on war loans for the small investor), не решилась предложить выигрышные займы. Против них возражали либералы, и в том числе такой выдающийся финансист, как Мак-Кенна (м-р финансов), и рабочая партия, но особенно резко ополчилось против них духовенство: выигрышные займы признаются, на ряду с лотерей, безразличным средством, подрывающим престиж Англии. В виду этих протестов комиссия нашла нежелательным принимать меру, вызывающую столь сильную оппозицию, несмотря на то, что мелкий люд недостаточно сберегает в Англии, что обычные займы его не привлекают и что выигрышный заем мог бы дать от 10 до 250 м. ф. (довольно неопределенные пределы! В. Т.). Правительство отказалось от мысли о выигрышных займах, и идея была окончательно похоронена.

Во Франции лотерейные займы появились в XVIII веке: к ним особенно часто прибегали с 50-х гг., их использовал и Неккер, выпустивший в 1777 г. с большим успехом два выигрышных займа (на 24 и 25 м. ливров), затем в 1780 г. заем на 36 м. Если принять во внимание тогдашнее финансовое положение Франции, частые банкротства и сомнительные expédients, то несколько удивляет суровый отзыв Жеза, сочувственно цитирующего слова заклятого врага Неккера Мирабо: „ce fut un charlatan“ (!?). Калонн и Бриен накануне революции следовали примеру Неккера. Выигрышные займы сменялись лотереями.

В XIX веке выигрышные займы выпускались во Франции только городами и Crédit foncier, при чем они пользовались успехом среди мелкой буржуазии и рабочего населения крупных городов.

Во время последней войны и после нее несколько раз поднимался вопрос о заключении выигрышных займов, и закон 1919 г. разрешил тако-

вые созданному для вознаграждения потерпевших от войны учреждению—Crédit national; им был выпущен ряд займов: 1) 5%-ный заем 1919 г. на 4 м. ф., сроком на 75 лет, с выигрышами—четыре раза в год по 10 м. (4 по 1 мд., 4 по 1/2 м., 20 по 100 тыс. и 40 по 50 тыс.), но с правом досрочного выкупа в 1940 г., 2) заем 1920 г. на 4 мд., 3) 1921 г. на 3 мд., 4) 6% заем 6 января 1923 г. на 3 мд. с 1200 выигрышами на 2.343 тыс. на одну серию, т. е. на 10 слишком миллионов в год. Относительный успех этих займов склоняет многих (Temps, Комитет торговли, промышленности и сельского хозяйства, м-р финансов Ластери) к применению их для уравнивания общегосударственного бюджета, но до сих пор эти проекты не получили осуществления.

Бельгия тоже пользовалась выигрышными займами до войны только для коммунального кредита, но в 1921 г. „Федерации кооперативов лиц, потерпевших от неприятели“ разрешен выпуск выигрышного займа в 1 мд. фр. на 99 лет.

В *Германских* государствах выигрышные займы и лотереи широко практиковались в былое время, но Империя прибегла к ним лишь после войны, выпустив в 1919 г. заем на 5 мд. мар., погашаемый в 80 лет, с семестровыми тиражами выигрышей на 25 м. от 1 м. (5 выигрышей) до 1 тыс. мар. и с премией при погашении облигаций в 50 м. за каждый год, истекший со времени подписки; цена облиг.—1000 мар. Помещенные в заем суммы не подлежат налогам на прирост имущества и с наследств, а выигрыши — подоходному и нал. с денежных капиталов. Несмотря на все эти льготы, подписка дала только 3.334 м. м.; вследствие такой неудачи попытки более не повторялись.

В *Австрии* выпуск выигрышных займов признавался монополией государства (зак. 1889 г.), пользовавшегося ими, правда, без особого успеха. Наконец, в *Италии* многие города выпускали беспроцентные выигрышные займы (наиболее вредная форма); государство прибегло к ним лишь после войны; декрет 31 декабря 1920 г. разрешил выпуск 5%-ных семилетних бонов казначейства для восстановления разрушенных областей; 16 марта 1921 г. выпущен был первый миллиард лир; на каждый миллиард бонов приходится 1.200 выигрышей на 2.545 тыс. лир, очень неравномерно распределенных (1 в 1 мил., 2 по 100 тыс., 2 по 50 тыс., 2 по 10 тыс., 8 по 5 тыс. и 1185 по 1 тыс.) и включающих погашение облигации.

У нас в *России* выигрышные займы появились в 60-х годах для расширения деятельности Государственного Банка и для содействия железнодорожному строительству: 1-й заем был выпущен в 1864 году на 100 мил. из 5%, сроком на 60 лет, с премией при погашении от 20 до 50 рублей (на 100-рублевую облигацию) и выигрышами на 1 мил. р. (2 тиража по 500 тыс. ежегодно) в течение первых тридцати лет и на 500 тыс. ежегодно в течение последующих тридцати лет. Выигрыши начинались с 200-тысячного, составлявшего главную приманку займа и кончались 500 рублевым. Несмотря на столь льготные условия (реальный % = 6,64) 1-й заем был с трудом размещен по 98 1/2, так как публика еще не была знакома с выигрышными займами. Но уже второй заем, с теми же условиями, оказалось возможным выпустить по 107.

Вскоре займы эти стали самой популярной формой государственного кредита, курс билетов быстро возрастал, и в 1889 году, когда правительство решило прибегнуть к выигрышному займу для облегчения кредита дворянскому землевладению, он был выпущен уже по 215 рубл. за номин. 100 рублевый билет и дал, за всеми расходами, чистой прибыли 90 мил. Впоследствии цена билетов всех трех займов продолжала расти, перевалив для первого за тысячу рублей и создавая серьезные затруднения с страхованием билетов от тиражей. В настоящее время Советское правительство СССР тоже обратилось к выигрышным займам, рассчитывая таким путем привлечь имеющиеся в стране незначительные сбережения: 6%-ый золотой выигрышный заем 1922 г. ¹⁾ был выпущен на 100 мил. рублей в золотой валюте, сроком на 10 лет; по нынешним русским условиям такой заем признается долгосрочным. Тираж выигрышей производится в течение первых пяти лет дважды в год, а с 1928 г. по 1930—раз в год, и сумма выигрышей составляет до 1927 г. 800 тыс. а с 1928 г. по 1930 г. 700 тыс. на тираж. Выигрыши распределяются следующим образом: 1 в 100 тыс., 1 в 50 тыс., 2 по 25 тыс., 5 по 10 тыс., 10 по 5 тыс., 50 по 1 тыс., 100 по 500 рублей, 1000 по 100 рублей, 2000 по 50 рублей и 10000 по 20 рублей (с 1928 г. 5000—по 20 рублей). Принимая во внимание, что цена облигации (5 рублей) ныне в 20 раз ниже цены билетов прежних выигрышных займов, величина главных выигрышей относительно гораздо выше прежней: выигрыши в 100 тыс. на 5-и рублевую облигацию должны еще сильнее „действовать на воображение“; да и общая сумма выигрышей больше прежней. Эмиссионный курс был установлен в 95 за 100 (правда, вскоре повышен до 100). Заем свободен от налогов; облигации принимаются в залог государственными кредитными учреждениями по ссудам.

Несмотря на эти условия, доводящие реальный процент по займу до 7,6—7,8, несмотря на широко поставленную и немало стоившую агитацию, потребовавшую усиленной деятельности финорганов, заем потерпел неудачу: добровольная подписка дала за 8 месяцев менее 12 м. рублей, безденежные выдачи облигаций в счет сметных кредитов по бюджету—21,44 м. и выдачи в ссуды государственной промышленности—7,8 м., всего 41,2 м. рублей ²⁾. Тогда пришлось обратиться к вышеописанным мерам принудительного размещения займа, но при таких условиях выигрышные займы теряют *raison d'être*, так как пользование этой, в общем, нежелательной формой кредита оправдывается только интересом населения к выигрышам и широкой популярностью, возможностью быстрого размещения выигрышных займов. Нужно, впрочем, иметь в виду, что государственный кредит теперь создается заново и возможно, что население еще не разохотилось на выигрыши (наш первый выигрышный заем 1864 г. тоже не имел сначала успеха) и в дальнейшем охотнее станет покупать облигации золотого займа. Поэтому плачевные результаты первого выигрышного займа не привели

¹⁾ „Государственный внутренний долгосрочный 6% с выигрышами заем вып. 1922 г.“. Декрет 31 октября 1921 г.

²⁾ Обзор работы НКФ за 1922-23 г.

к отказу от них, и в 1924 году они появляются в удвоенном числе: согласно декрету от 19-го марта выпускается 5% „крестьянский выигрышный заем“ на сумму 50 миллионов рублей (купюрами в 1, 3 и 5 р., сроком с 1-го апреля 1924 г. по 31 декабря 1926 г.; за этот краткий срок предстоит 8 тиражей выигрышей, начиная с 1-го ноября 1924 года, на общую сумму в 2 м. рублей (177.200 выигрышей), при чем размеры выигрышей значительно меньше, чем в первом займе: 80 выигрышей по 1000 рублей, 1200 — по 100 рублей, 6000 по 50 рублей, 50000 по 10 рублей и 100000 по 5 рублей. Выпускная цена облигаций—85 коп. Они принимаются по нарицательной цене в уплату сельскохозяйственного налога, не подлежат никаким налогам и принимаются в залог по подрядам, поставкам и в обеспечение сельскохозяйственных ссуд. Реализацию займа предполагалось начать с 1-го апреля и закончить к 1-му июня, после чего продажная цена облигаций будет повышена.

Как видим, условия займа — очень выгодны для держателей: кроме 5% они получают при погашении 17,6% на внесенный капитал или, если вносят облигации в уплату с.-х. налога, 17,6% скидки с суммы налога. При столь выгодных для крестьянина условиях можно было бы, пожалуй, испробовать обычную форму займов, не осложняя ее выигрышами: скидка на с.-х. налоге гораздо более говорит крестьянину, чем шансы выигрыша; крестьянство не привыкло к выигрышным займам, и создавать эту привычку вряд ли целесообразно. Множество мелких выигрышей и частота тиражей, преследующие эту цель, осложняют и удорожат заем. Если предположить, что значительная часть займа будет погашена осенью путем уплаты налога, то выигрыши падут на незначительное число оставшихся облигаций, что создаст вредный ажиотаж. Сомнения вызывает и краткий срок реализации: неграмотное крестьянство вряд ли сразу поймет выгоды займа и раскупит весной облигации, а в таком случае они попадут в руки посредников, которые воспользуются последующим повышением их цены.

Кроме крестьянского выигрышного займа в 1924 г. выпускается *второй выигрышный заем* ¹⁾, рассчитанный на распространение среди городских имущих слоев населения и, главным образом, среди хозяйственных предприятий: сумма его—100 м. р., срок пять лет — с 15 марта 1924 г. по 15 марта 1929 г., купюры—в 5, 10 и 50 р.; по облигациям начисляется 6% и производится 12 тиражей *выигрышей* (4 в 1924 г., по 6 в 1925—28 и по 2 в 1929 г.) на 1½ мил. р. ежегодно; следовательно, заем обходится казне в 7½%. Выигрышей очень много (18.276), но главным образом мелких—по 50 р., самые же крупные выигрыши в 5000 р. Таким образом финансовое управление совсем отказалось от „поражающих воображение“ 100-тысячных выигрышей и, пожалуй, несколько перегнуло палку в противоположную сторону. Освобождение от налогов и прием облигаций в залог—те же, что и при других займах. Правительство на этот раз сразу устанавливает *принудительное*

¹⁾ Пост. ЦИК и СНК СССР о вып. 2-го Гос. выигр. займа 1924 г. от 16-го апреля 1924 и пост. (16 апр.) о размещении его облиг. в обязат. пор. В. Ф., оф. отд. № 36.

размещение облигаций (называемое ныне „обязательным“) среди плательщиков подоходно-поимущественного и патентного промыслового налогов и при выплате государственным, кооперативным и частным (!) учреждениям и предприятиям и частным лицам сумм, причитающихся по договорам подряда или поставки (15% платежа) и по комисионным поручениям (20% следуемой суммы).

§ 6. Текущие долги.

Из двух основных видов государственных долгов—а) долгов финансового управления и б) *финансовых*, служащих для покрытия кассового или бюджетного дефицита—последние составляют наиболее важную и значительную часть текущих долгов (см. § 1-й). Поэтому мы будем иметь в виду только их, говоря о *формах* текущих долгов. Оставляя в стороне бумажные деньги, можно вместе с Лоренцом Штейном различать *банковый и кассовый кредит*:

А) Первая форма текущих долгов—это обычный коммерческий кредит, которым государство пользуется в центральном эмиссионном или других банках. Она большей частью связана с контокоррентными отношениями между банком и казной или даже более тесными отношениями, как то ведением кассового дела центральным банком. Поскольку позаймствования в банке превышают коммерческое покрытие, возникает долг казны; его нормальная форма—*учет векселей казначейства*.

Если банк получает право выпуска на соответственную сумму банкнот, эта форма текущего долга ведет к инфляции, а если под давлением финансовой нужды казна напрягает сверх меры этот источник, и банк прекращает размен банкнот, наступает период бумажных денег и обесценение валюты со всеми тягостными последствиями.

Б) Вторая форма—*кассовый кредит*—представляет собой приказы финансового управления государственным кассам уплатить такую-то сумму денег; эти *Schatzanweisungen, Schatzscheine, bons de trésor*—наиболее обычная форма текущих долгов. Они приносят большей частью определенный процент, для чего иногда снабжены, подобно облигациям займов, купонными листами, заключаются на определенный срок 1—6 лет; купюры их, выпускаемые в круглых суммах, ниже, чем векселя казначейства. Рассчитаны они, как и займы, на широкую публику и служат средством *помещения капиталов, сбережений*. Поэтому Л. Штейн называет эту форму текущих долгов *Kapitalkredit*, противопоставляя ее банковым. Уплачиваемый по ним *процент*, равно как колебание их курса, делают их непригодными для замены денежных знаков; они не должны служить суррогатами денег; в отличие от банкнот, им не придается обязательного курса и значения легального платежного средства. Высота процента устанавливается в зависимости от условий денежного рынка, при чем в *нормальное* время обычно на 1—2% ниже процента

по долгосрочному кредиту. Право выпуска их предоставляется министру финансов бюджетным или специальным законом, в котором указывается цель, максимальная сумма, срок и другие условия выпуска. Часто допускается *пересрочка* билетов казначейства или выпуск взамен погашаемых „серий“ новых на ту же сумму. Право пересрочки должно тоже устанавливаться в законодательном порядке, так как в противном случае законодательное утверждение выпусков билетов казначейства обращается в фикцию, и исполнительная власть получает возможность удлинять *ad libitum* их срок. На этом настаивала у нас Государственная Дума в 1907 и в 1908 гг. в период ее борьбы с правительством за бюджетные права законодательных учреждений. Но министерство финансов ревниво оберегало свою свободу действий в отношении пересрочек, в чем встретило поддержку Государственного Совета.

В настоящее время различие между „банковым“ и „кассовым“ кредитом в значительной мере ступсвалось.

Краткосрочные обязательства казначейства получили развитие в Англии при Вильгельме III в конце XVII-го века, заменив старинные „бирки“ казначейства (*tallies of pro*) и „приказы платежа“¹⁾: Монетагу выпустил в 1795 г. для покрытия расходов по перечеку монет *exchequer bills*—„векселя казначейства“; этот старейший тип краткосрочных обязательств применялся до 1897 г.; они выпускались на срок не более пяти лет, процент устанавливался по усмотрению министерства финансов каждые полгода в зависимости от рыночной конъюнктуры, но не выше 5½%; они принимались по номиналу в платежи по налогам. Они представляли для правительства то неудобство, что не могли погашаться в удобный момент, а для держателей то, что казна часто пользовалась своим правом понижения % ниже рыночного (напр. в 1887 г.). Поэтому Англия перешла к более удобной форме обязательств, давно применявшейся во Франции (*bons de trésor*), сроком на 3—12 месяцев, учитываемых в банках—*treasury bills*: созданные по инициативе Норскота еще в 1877 году, они были впервые выпущены только в 1889 году. С тех пор они стали главной формой текущего долга, и роль их с течением времени возрастала, особенно во время войн—трансваальской, в начале которой пришлось их выпустить на 13 м. ф., и войны 1914—18 г. Эмиссия их происходит чрез посредство Английского банка с *торгов* (в течение 3 дней), причем предложившие высшую цену получают всю подписанную сумму *t. bills*, давшие меньше—часть подписанной суммы или ничего.

Другой, менее краткосрочной формой *unfunded debt* (не относимой к „текущему долгу“—„*floating debt*“), являются *exchequer bonds*—облигации казначейства, впервые появившиеся во время крымской войны. Согласно урегулировавшему их закону 1866 г., они выпускаются на срок не более 6 лет и из процента не выше 5½%; впрочем, в двух случаях разрешен был их выпуск на больший срок—при покупке английским правительством акций суэцкого канала у египетского хедива в 1875 г. и во время трансваальской войны (*war bonds* 1900—01 г. из 2¾%)

¹⁾ См. G. Lugagne. La dette flottante en Angleterre de 1870 à nos jours. 1910.

по 98½). К этой форме прибег Гошен во время своей знаменитой конверсии 1888 г., Гике Бич и Бальфур — при выдаче пособия пароходной компании „Кюнард-Лайн“, по договору с ней 1903 г., на постройку новых быстроходных пароходов, Ллойд-Джордж — в 1909 г. во время борьбы с палатой лордов за бюджет, т. к. вследствие отказа последней в утверждении проекта правительство не могло в течение целого года взыскать ряд налогов.

Кроме описанных форм краткосрочных, „не фундированных“ долгов, английское правительство пользуется услугами Английского банка для покрытия периодических и непериодических кассовых дефицитов: в сроки платежей процентов по займам (по „консолидированному“ бюджету) оно получает, по закону 1866 г. от Банка авансы в 150 — 175 м. ф. — *deficiency advances*; в случае несовпадения сроков поступления доходов с расходами по управлению — *supply services* — министр финансов может тоже пользоваться авансами, которые получили название *ways and means advances*. Таковы разнообразные английские краткосрочные обязательства, из которых только *treasury bills* и *advances* относятся в Англии к *floating debt*.

Во Франции предшественниками нынешних обязательств казначейства при старом режиме были *billets au comptant* и *billets d'épargne*. Современные *bons de trésor* регулируются законом 1824 г.; обычная их форма — *bons ordinaires*, выпускаемые министром финансов на 3—12 месяцев; в 1870 г. к ним присоединились бонны на долгие сроки 2—5 лет, а в 1875 г. шестилетние *bons à long terme* на сумму в 983 мил. фр. Вообще, текущие долги, включая сюда многочисленные формы долгов „финансового управления“ (депозитной кассы и др. учреждений) достигали во Франции часто опасных размеров: при Луи Филиппе они возросли до 630 мил. фр., и в 1848 году, когда возникла финансовая паника, правительство оказалось не в состоянии возратить истребуемые вклады. Вина в том, справедливо замечает Леруа-Болье, лежала не на революционном правительстве, а на предшествовавшем, непредусмотрительно увеличившем текущий долг. Второй период его нарастания — 60-е годы: он возрос при Наполеоне III до 800 мил. фр. Затем неосторожная финансовая политика конца 70-х гг. и „план Фрейсина“ довели текущий долг Франции до громадных размеров — 1200 мил. Теперь эти суммы кажутся ничтожными, но тогда они вызывали опасения, нарекания и требования скорейшей консолидации.

В Пруссии беспроцентные краткосрочные обязательства казначейства с принудительным курсом — *Tresorscheine* — появились в 1806 г. во время борьбы с Наполеоном. В 20-х и 50-х годах неотвержденные долги под названиями *Kassenanweisungen*, *Kassenscheine* играли серьезную роль в государственном кредите; с 1866 года выпускались %о-ные *Schatzanweisungen* сроками до девяти месяцев и в ограниченном количестве.

Германская империя унаследовала от северо-германского союза краткосрочные (сроком до 1 года) билеты казначейства — *Schatzscheine* в 1—100 тыс. мар., при чем продлила их срок до пяти лет; канцлеру предоставлялось право повторного выпуска их в пределах счетного пе-

риода. Другой вид обязательств казначейства северо-германского союза—*Schatzanweisungen*—выпускались купюрами меньшего размера—в 100 и 1000 талеров; имперское правительство выпускало их с 1894 г. обычно зимой для покрытия кассового дефицита; они были „беспроцентными“ (т. е. реализовались путем учета в банках), но в 1900 году Германия реализовала в Нью-Йорке 4⁰/₁₀₀-ные обязательства. Максимальный предел разрешаемых к выпуску обязательств постепенно возрастал (в 1911 г. 375 мил. мар.).

В *Австрии* в бурную эпоху 1848 года появились краткосрочные обязательства, обеспеченные доходами от Гмунденских соляных промыслов—*Salinenscheine*: они выпускались Национальным банком купюрами в 50, 100, 500 и 1000 флоринов на 4—12 месяцев и учитывались из 5—6⁰/₁₀₀. Разрешавшийся к выпуску максимум возрастал с 40 м. фл. до 100 м. в 1863 г.; в 90-х годах началось их сокращение и консолидация (1897 г.). На ряду с описанной формой текущего долга Австрия пользовалась и билетами казначейства—*Kassenscheine* и *Kassenanweisungen*, особенно в 90-х гг. прошлого века.

В *России* ¹⁾ практиковались две формы текущего долга для покрытия бюджетного или кассового дефицита: а) *краткосрочные обязательства казначейства* и б) билеты „серии“ государственного казначейства. Первые появились у нас в 1812-м году под названием „облигаций т. д.“ для покрытия военных расходов (оплаты поставок хлеба и фуража); по ним уплачивалось 6⁰/₁₀₀, срок их был годичный. Вторичное их появление относится к концу войны с Турцией: в 1878 г. их было выпущено на 50 мил. сроком на 6 месяцев из 4¹/₂⁰/₁₀₀ годовых. С тех пор они стали обычной формой „подкрепления средств“ государственного казначейства, при чем с 1882 г. не требовалось даже высочайшего указа для их выпуска в пределах 50 мил. руб. Они выпускались чрез Государственный банк купюрами в 1 и 5 тыс. руб. из 4—5⁰/₁₀₀ и погашались из поступлений от займов или вели к расширению бумажно-денежной эмиссии.

„Серии“ (билеты) государственного казначейства были впервые выпущены вследствие тяжелого положения в 1831 г. в качестве временной меры на сумму в 30 мил. (по 10 мил. в каждой серии) сроком на 4 года из 4,32⁰/₁₀₀ купюрами в 250 руб.; они выдавались и принимались по всем платежам казне и казны. Выпуски продолжались и в дальнейшем для погашения серий, которым истекал срок, или для новых нужд. С течением времени серии стали обычной формой текущего долга, превратившись, в сущности, в бессрочный долг. Хотя билеты г. к. стали популярным в московской купеческой среде платежным средством и находили спрос, но когда их было выпущено в 1904—6 гг. слишком много, консолидация их обошлась очень дорого (заем 1909 г.).

В Советской России функции текущего долга исполняют *платежные обязательства центрального банка НКФ СССР*, появившиеся в 1922 г. Согласно последнему декрету от 15 марта 1924 г. порядок их выпуска—следующий: общая сумма выпуска устанавливается С. Т. О. в утверждаемых им месячных бюджетных планах; выпускаются они купюрами в 100,

¹⁾ Н. Бржеский. Государственные долги России. 1884, гл. 2.

250, 500 и 1000 руб. зол. из 6% годовых на трехмесячный срок; они принимаются в залог по государственным подрядам и поставкам ¹⁾).

За период с июня 1922 г. по октябрь 1923 г. их было выпущено на 63.821,8 тыс. черв. руб. (по котировке фондового отдела МТБ) и погашено на 26.853 тыс. ²⁾); следовательно, оставалось непогашенными к началу бюджетного года около 40 мил. руб. В текущем бюджетном году предполагается выпуск их на 240 мил. руб., но они подлежат погашению в том же году; за первую четверть они дали 41,46 мил. руб., а за вычетом погашения на 21,48 мил., около 20 мил. руб. ³⁾).

Текущие долги, вызванные войной 1914—18 гг.

В течение минувшей войны все воевавшие государства прибегали в широких размерах к текущим долгам в качестве *антиципации займов или налогов*. С течением времени, по мере истощения в ряде стран реальных сбережений, консолидация этих долгов становилась все более затруднительной, остаток неотвержденного долга возрастал и приводил к росту бумажно-денежной инфляции.

Такова была история текущих долгов в *Германии*, где к обычным *Schatzanweisungen* присоединились разрешенные законом 4 августа 1914 г. *векселя* казначейства (*Schatzwechsel*), выдававшиеся большей частью поставщикам и учитывавшиеся ими в конечном счете в том же Рейхсбанке. Обязательства эти выпускались на срок в 1—3 месяца и каждые полгода—в сентябре и марте—превращались в консолидированные займы; государство получало с их помощью средства по мере надобности, не напрягая сразу денежного рынка: к моменту реализации займа наступал обычно срок учтенных Рейхсбанком обязательств казначейства, и они вносились вместо наличных денег при подписке путем переноса на текущий счет казначейства. К концу войны, однако, правительству не удавалось „снимать“ займами всю сумму находившихся в обращении обязательств, а после нее их лавина быстро росла: в апреле 1919 г. они достигли 67 мд. мар., в 1922 г. 253,4 мд. и т. д. Кроме описанных форм текущего долга, во время войны выпускались также „долгосрочные“ *Schatzanweisungen* из 4½—5% сроками до 1918—1932 года и особый тип 4½% *Schatzanweisungen с премией* 10—20% и правом востребования, начиная с 1927 г. Эти последние формы, не получившие развития, представляют уже промежуточную форму между текущим долгом и займами ⁴⁾.

Франция пользовалась текущими долгами в еще большей мере, чем Германия: ссуды *Banque de France* быстро возрастали в 1914—1915 г. и по окончании войны (до 26 мд.), а с ними росла бумажная эмиссия. С займами Франция первое время медлила (т. к. приходилось

¹⁾ Изв. ЦИК № 63 (16 марта 1924 г.).

²⁾ Ст. Лоевского в сб. „Финансы и денежное обращение в современной России“, стр. 63.

³⁾ Вестн. Финанс. 1924 г. № 2.

⁴⁾ Eheberg. Finanzw., S. 583—4; Ch. Rist. Les finances de guerre de l'Allemagne 1921, p. 86—91; W. Prion. Die Finanzen des Reiches. Hdb. d. Politik IV.

размещать выпущенный еще до войны заем 1914 г.), довольствуясь „бонами национальной защиты“ из $3-4\frac{1}{2}\%$, в зависимости от срока их (от 1 мес. до 1 года), купюрами в 100, 500 и 1000 фр., впоследствии в 20 и даже 5 фр. Эти бонны продавались в банках, в почтовых учреждениях, принимались в уплату при подписке на займы и в обеспечение ссуд из Banque de France. Они вскоре стали излюбленной формой помещения мелких сбережений, прочно разместились и потому, несмотря на неслыханные дотоле размеры их эмиссии (на 46 мд. до 1920 г.), Франция имела возможность оттягивать их консолидацию. Однако последнее время их обилие дает себя чувствовать, и многие объясняют их влиянием неустойчивость франка ¹⁾.

В Англии ²⁾ формы текущего долга были наиболее разнообразны: обычная форма—treasury bills—служила в начале войны, как и в Германии, антиципацией займов; они реализовались аукционным методом или по заранее определенному курсу и явились обычными обеспечением ссуд, получаемых банками в Английском банке.

Новой формой были „военно-расходные свидетельства“ купюрами в 100—10000 ф. сроком на два года, выпускавшиеся из 5% по курсу 89—90, но они просуществовали недолго—с июня 1916 г. по 1917 г.

В 1915 г. выпущены были на 50 мил. ф. 3% -ные exchequer bonds сроком на три года; в дальнейшем процент по ним возрос до $5-6\%$, а срок удлинялся. К 1917 г. они уступили место новому типу краткосрочных займов—„национальным военным обязательствам“ (National war bonds), которых уже нельзя относить к текущим долгам. Но в 1902 г. правительство вернулось к exchequer bonds (из $5\frac{3}{4}\%$ al pari на 5 лет), на ряду с которыми в мае 1920 выпущены 5% treasury bonds сроком на 5—15 лет, не имевшие успеха; их тоже скорее можно назвать займами. Вообще в Англии появилось во время войны много промежуточных форм между займами и текущими долгами: английские финансовые отчеты и статистика делают и ныне все долги на фундированные, конверсионный ($3\frac{1}{2}\%$) заем и „срочные аннуитеты“, к которым относят и военные займы 1915—18 гг., и „национальные военные облигации“, и разнообразные прочие краткосрочные и текущие долги. Под текущим долгом (floating debt) подразумеваются лишь авансы Английского банка, ways and means advances, „авансы“ различных ведомств и обязательства казначейства. Последние две категории опустились в настоящее время до 784 м. ф. ³⁾. Хотя эта сумма составляет всего 10% всей задолженности Англии (7772 м.), но абсолютно все-таки очень велика, и ее консолидация и погашение составляют главную заботу финансовых органов в области кредита.

В Соединенных Штатах обязательства казначейства—„certificates of indebtedness“—сыграли в минувшую войну громадную роль, пред которой бледнеют прежние выпуски билетов, векселей и др. обя-

¹⁾ H. Fisk. French public finance 1922. E. Respondek. Steuer- und Anleihepolitik in Frankreich während des Krieges 1918.

²⁾ Gibson. British finance during and after the war 1921, p. 152—62.

³⁾ „Treasury bills outstanding“—600,8 м. ф., advances by public departments—183,3. См. The economist, March 15, 1924.

зательств казначейства во время прежних войн (1812 г., мексиканской, междоусобной) и кризисов 1837, 1857 и 1907 гг. Притом прежние случаи их применения были вызваны невозможностью или крайней дороговизной займов, тогда как ныне их функцией была *плановая и нормальная антиципация поступлений от налогов и займов* 1).

Обязательства казначейства служат часто и в мирное время средством антиципации податных поступлений; во время войн к ним прибегали *обычно в начале* военных действий, пока нельзя было еще добыть средства путем займов, или вследствие затруднений в реализации займов. Но в течение минувшей войны они превратились в большинство стран, и особенно в С.-Штатах, в *нормальный источник* кредита, периодически ликвидируемый из поступлений от займов и — в меньшей степени — из податных доходов. Выпуски первой категории — loan certificates — повторялись *циклически* — пред каждым займом за 2—3 месяца в размере от 700 м. до 6 *слишком миллиардов* долларов (пред займом победы), в общем за 1917—22 г. на сумму в 21,4 мд.; сертификаты, выпускавшиеся в антиципацию налогов (подходного и военно-поприбыльного) — „tax certificates“ — составили за 1918—22 г. 12,4 мд. Кроме того сертификаты выпускались на покрытие обыкновенного кассового дефицита, для *погашения* краткосрочных займов и сертификатов, срок которым наступил; всего выпущено сертификатов за пять лет на 54,67 мд. дол. (Report, p. 51). Но они вскоре же погашались, так что обращающихся сертификатов, срок которым не наступил (unmatured), было обычно немного: максимума сумма loan and tax certificates достигла 31 августа 1919 (3,92 мд.), затем она стала быстро падать и 31 окт. 1922 года не достигала и миллиарда (0,99). Сертификаты пользовались большим успехом и сослужили, как видно будет дальше (гл. III), большую услугу казначейству, позволяя *постепенно* по мере надобности добывать нужные средства, не напрягая денежного рынка и сравнительно дешево (хотя процент по ним был немногим ниже, а подчас и выше, чем % по займам). Но они, с другой стороны, вызвали некоторое расширение банкового кредита (банковую инфляцию) и, повидимому, повлияли отчасти на рост товарных цен (Hollander).

Кроме сертификатов, казначейство Соед. Штатов выпускает еще особые билеты — treasury notes сроком на 3—4 года, но эти билеты вряд ли можно назвать текущим долгом; их следует скорее отнести к тем промежуточным формам между займами и текущими долгами, о которых говорилось выше. Они служат для погашения краткосрочных займов (victory loan); в течение 1921 и 22 гг. их выпущено на 2743 м. долл. сроками до 1924—26 г., в промежутке между сроками погашения (maturity) займа Победы (1923) и 3-го займа Свободы (1928).

Предшествующий очерк показывает, что текущие долги служили средством покрывать военные расходы *в меру потребности* в них,

1) Anderson. Effects of the war on money, credit and banking in France and the United States 1919, I. H. Hollander. War borrowing 1919 и Annual Report of the secretary of the treasury for the year ending 30 juni 1922. Wash. 1923.

не извлекая *сразу* из народного оборота значительных денежных сумм, не расстраивая таким образом денежного рынка и не создавая излишней наличности, как это бывает при займах. Они представляют поэтому более *дешевый* способ покрытия расходов, чем займы, выпускаемые без такой антиципации их поступлений. Еще дешевле, правда, метод учета обязательств в эмиссионном банке и выпуск бумажных денег („*fiat money*“), но последний приводил почти везде к злоупотреблению печатным станком со всеми его вредными последствиями. Боны, сертификаты и прочие обязательства казначейства тоже кроют в себе, правда, в меньшей степени, опасность инфляции. В виду этого государства, стремящиеся сохранить здоровые финансы и денежное обращение, усиленно консолидируют их по окончании войны в долгосрочные займы или погашают (Англия и Соед. Штаты).

ГЛАВА III.

Реализация государственных займов ¹⁾.

§ 1. Способы заключения займов.

Способы заключения государственных займов определяются общими экономическими условиями каждой страны и эпохи и состоянием эмиссионной техники, достигшей в настоящее время значительного развития. Государство может заключать займы, во-первых, путем договоров с отдельными капиталистами или банками, во-вторых, путем непосредственной публичной подписки или, в-третьих, постепенной продажей облигаций на бирже или иными путями.

А. Первая форма была единственной в раннюю пору государственного кредита; она и теперь наблюдается в государствах экономически слабых, с неокрепшим еще кредитом, особенно при внешних займах; впрочем, и большие государства принуждены обращаться к банкам или же к банковым консорциумам для содействия по реализации внешних займов. При этой форме банк или консорциум берет на себя всю ответственность по займам: он является, по словам Леруа-Болье, страхователем и дисконтером государства. Конечно, банку-кредитору приходится в свою очередь искать капиталов для реализации займов; он может открыть публичную подписку, но от своего имени. Нужно однако заметить, что часто указанная гарантия со стороны банков не известна широкой публике, которая, следовательно, не всегда знает, является ли публичная подписка непосредственно государственной или же производимой за свой риск банками.

Во всяком случае современные крупные займы требуют обращения к широкому слою населения, к бесчисленной армии мелких капиталистов, а следовательно, публичной подписки.

Займы заключаются: а) путем уступки по твердой цене или б) с торгов.

¹⁾ Leroy-Beaulieu, II, ch. 7 и R. Dufloth. Des procédés d'émission suivis dans ses emprunts d'état les plus récents. 1908.

При торгах (adjudication) имеет место конкуренция банков и выясняются наиболее выгодные для государства условия, следовательно, эта система, господствующая в Англии, предпочтительнее первой, которую французы называют *marché de gré à gré*. Но, как верно замечает г. Дюфло, и при первой системе, прежде чем заключить договор с одним банком, правительство ведет переговоры с рядом других, так что и здесь имеет место конкуренция и выбор наиболее выгодных предложений. Но следует иметь в виду, что при первой системе легче возможны злоупотребления.

Займы у банкиров (главным образом, в форме adjudication) имеют те выгодные стороны, что государство, во-первых, обеспечено получением всей требуемой суммы, во-вторых, тотчас получает ее в свое распоряжение, в-третьих, точнее учитывает эмиссионный курс, так как банкиры лучше знакомы с условиями рынка. Но за то банкиры получают значительные выгоды на разнице между курсом, по которому они ссужают правительство, и курсом, по которому они сами реализуют заем; все, что выигрывают банкиры, теряет государство или конечные держатели облигаций.

По реализации займа задача банка исполнена, так как он обычно берет на себя лишь гарантию размещения займа. Государство становится лицом к лицу к непосредственным держателям облигаций его займов. Впрочем, нужно заметить, что в эмиссионной операции встречается иногда особая форма — так называемая „Trustinvestment C^o“, при которой банки и по реализации займа продолжают играть ту же роль, какую играют при заключении ипотечных займов, т.-е. остаются кредиторами должника-государства и должниками держателей бумаг; но эта форма встречается сравнительно редко, а потому не имеет существенного значения.

Б. *Непосредственная* публичная подписка, организуемая самим государством, признается многими более выгодной формой заключения займов в виду отсутствия посредников, выгоды на курсе, а также в виду того, что заем, мол, сразу размещается в руках мелких капиталистов-рентьеров. Основываясь на примере Франции, где эта форма применялась довольно часто, ее сторонники говорят, что она способствует популяризации кредита, демократизации его, и даже проявлению патриотического энтузиазма. Указанные преимущества, однако, несколько преувеличены, так как и при публичной подписке большая часть займа непосредственно попадает в руки банкиров, подписывающихся на громадные суммы и затем постепенно сбывающих облигации рентьерам; да без них не возможно было бы обойтись, особенно при внешних займах.

Правда, с целью сократить спекуляцию, при подписке часто даются особые льготы мелким подписчикам: они получают облигации, на которые подписались, не подвергаясь разверстке; указанные льготы много способствуют размещению займа в твердых руках (*classement*), обеспечивающему устойчивость курса. Но именно в силу указанного преимущества, принцип освобождения от разверстки мелких подписчиков (*irreductibilité des petites souscriptions*) применяется ныне часто самими банками при подписке, открываемой ими от своего имени; к тому же крупными спекулянтами имеют возможность приобретать на имя подставных лиц облигации займа.

Другое выдвигаемое в пользу непосредственной подписки преимущество — выгода на курсе — оказывается большей частью совершенно фиктивным: правительство менее осведомлено, чем банкиры, насчет условий денежного рынка; советам последних довериться нельзя, так как они заинтересованы, как и прочие подписчики займа, в возможно более низком эмиссионном курсе. Министр финансов, выпускающий заем, находится в затруднительном положении: если курс будет слишком высок, грозит опасность неудачной реализации, если же условия будут очень выгодны для кредиторов, подписка покроет сумму займа, пожалуй, в десятки раз, но этот успех будет куплен ценой ущерба для государства на курсе. Чаще всего министры грешат в эту сторону: примеры наполеоновских займов показывают, что условия реализации при непосредственной подписке часто менее выгодны, чем при уступке с торгов синдикатам банкиров.

С целью избежать слишком низкого курса при публичной подписке, многие предлагают комбинацию обеих систем — публичной подписки и уступки с торгов, заключающуюся в следующем: государство объявляет минимальный эмиссионный курс, но отдает предпочтение при разверстке предложившим более высокую цену за облигации или соглашающимся на более низкий процент. Таким образом, государство не рискует реализацией займа, а с другой стороны, конкуренция подписчиков приводит к наиболее выгодным условиям. Эта система *Souscription-adjudication*, применяемая в Америке, в Англии, в Австралии, горячо рекомендовалась Леоном Сэ и Леруа-Болье, но она требует от рентьеров проявления инициативы и знания денежного рынка, что редко наблюдается у массы мелких подписчиков; поэтому указанная, казалось бы, наилучшая форма мало применялась в действительности, кроме указанных стран ¹⁾.

Большинство крупных займов заключались путем уступки с торгов банковским консорциумам, бравшим на себя гарантию реализации и открывавшим публичную подписку. Дюфло называет ее *adjudication-souscription*, так как она противоположна предшествующей.

В. Третья форма заключения займов — *постепенная продажа облигаций а) на бирже или б) через сборщиков податей* и других агентов фиска: не прибегая к сложному аппарату публичной подписки, государство понемногу и в удобные для него моменты размещает облигации. Указанная форма кредитования («*Système du robinet*») возможна лишь для небольших займов мирного времени на различные государственные предприятия; она предполагает прочно установившийся кредит государства, привычный тип займов и обилие денежных капиталов; поэтому чаще всего к ней прибегала Франция. При крупных займах означенной формой можно пользоваться лишь в качестве *дополнительного средства* размещения займа на ряду с уступкой другой его части банкирам. К тому же типу относится продажа обязательств казначейства в Англии через посредство Английского банка.

Сюда же относится форма государственного кредита путем *записи в государственную долговую книгу и выдачи именных свидетельств кредиторам*.

¹⁾ Dufflot, p. 13.

§ 2. Эмиссия и банковские консорциумы ¹⁾.

С ростом государственного кредита отдельные банки оказываются не в состоянии взять на себя риск по реализации; для совершения ее они объединяются в своеобразные синдикаты — *консорциумы*. Последние не только позволяют успешно выполнять задачи эмиссии, но и значительно ограничивают взаимную конкуренцию банков. Основная тенденция в развитии современного экономического строя — ограничение и даже полное исчезновение конкуренции — проявляется и в государственном кредите.

Для образования консорциума и совместного совершения эмиссионной операций необходимо предварительное соглашение между банками-участниками, заключаемое большей частью словесно и основанное таким образом, на *bona fides*. Вот главные основания подобного соглашения: члены консорциума распределяют между собою выпускаемый заем, при чем распределение касается не облигаций займа, а лишь выгод и убытков по его реализации. Выпуск же облигаций и вообще прямое ведение операций принимает на себя один банк, являющийся представителем всего консорциума. Такое сосредоточение эмиссионной операции в одних руках обеспечивает планомерное ведение эмиссии, предупреждает вредные последствия конкуренции на рынке и позволяет выбрасывать на биржу партии облигаций в наиболее выгодный момент.

Если же не удастся реализовать всех облигаций выпускаемого при посредстве консорциума займа, то остаток распределяется между всеми членами консорциума.

По мере хода операции, банк, являющийся представителем консорциума, вычитывает из валовой прибыли по реализации займа издержки по операции, в состав которых входят штемпельный сбор и другие налоги, оплата прессы и проч.; чистая прибыль выплачивается постепенно членам консорциума; полный же расчет производится по окончании операции. Таковы обычные соглашения в отношении как туземных, так и иностранных займов; впрочем, консорциумы банков играют большую роль при заключении внешних займов, чем при внутренних.

При договоре с консорциумом о заключении займа учитывается кредитоспособность государства и возможность убедить широкую публику в наличии этой кредитоспособности. Чем более прочен кредит государства, чем точнее государство исполняло свои обязательства по прежним займам, тем легче задача консорциума и тем меньше получаемое им вознаграждение.

Рассмотрим теперь, как реализует консорциум на бирже облигации займа и какие условия содействуют наиболее благоприятной их котировке. Тут прежде всего имеет значение то обстоятельство, обращались ли на данной бирже облигации прежних займов государства, заключающего заем,

¹⁾ W. Lotz. D. Technik des Emissionsgeschäfts. 1890.

и в каком количестве. Если на бирже совсем нет облигаций прежних займов или их очень мало, то котировка затруднена, ибо публика вообще мало знакома с процентными бумагами данного государства и поэтому относится к ним недоверчиво. С другой стороны, если на бирже котируется слишком много облигаций прежних займов, если *кредитный рынок* уже достаточно насыщен ими, то выпуск на биржу облигаций нового займа не вызовет усиленного спроса на них. В случае конверсии прежних займов, часть кредиторов, не желающая конвертировать своих бумаг, получает обратно деньги наличными и бросает полученные средства в новый заем, если его условия более выгодны. Но в таком случае успех нового займа отражается отрицательно на успехе конверсии.

Главное условие для успешной реализации займа — это положение денежного рынка. Когда рынок испытывает (обычно в осеннее время) сильные колебания и наблюдается дороговизна денег, или когда наступают моменты промышленного подъема, реализация займа является, конечно, невыгодной. Консорциум, готовя эмиссию, зорко присматривается к состоянию рынка и принимает нередко ряд искусственных мер, достигающих часто, благодаря могуществу консорциума, намеченной цели. Малейшее сокращение запасов в Английском банке способно бывает иногда весьма неблагоприятно отразиться на реализации займа. Вот почему бывает выгодным для консорциума, в целях обеспечения успеха займа, перевести значительные суммы в Английский банк, несмотря даже на неблагоприятный вексельный курс. С другой стороны могущественный консорциум, имея часто сильное влияние на биржах нескольких государств, оказывается в состоянии искусственно приостановить рост дисконта и тем сделать более благоприятным момент реализации займа.

Когда наступил подходящий момент для выпуска на биржу облигаций нового займа, консорциум обращается к учреждению, заведывающему допущением бумаг на биржу, с соответствующим заявлением, прилагая к нему *проспект* с рядом сведений о займе. Различные биржи предъявляют к проспектам более или менее строгие требования. Первое место в ряду сведений, даваемых проспектом, занимает ясное и точное указание условий вновь выпускаемого займа, при чем в отношении к займам иностранным условия займа должны быть изложены как можно подробнее. Затем приводятся часто краткие росписи государственных доходов и расходов за несколько предшествовавших лет и дается ряд сведений об общем экономическом положении государства; если вновь заключенный заем — железнодорожный, то сообщаются данные о направлении железной дороги, ее экономическом значении и ожидаемой доходности. Представленный консорциумом проспект рассматривается обычно особым биржевым комитетом, который, обсудив всесторонне качества вновь выпускаемого займа, выносит решение о допущении облигаций его на биржу или же отказывает в этом. Консорциум, недовольный постановлением биржи, может обжаловать его в высшие инстанции, но не везде. Во Франции биржевой орган, ведающий допущением бумаг на биржу — *Chambre syndicale* — может отказать в допущении бумаги на биржу без всякой мотивировки этого отказа, тогда как в других странах, например,

в Англии, в Германии, в случае отказа в допущении, требуется объяснение причин отказа. Туземные государственные бумаги допускаются на биржу, конечно, беспрепятственно; что же касается иностранных государственных фондов, то допущение их на биржу зависит часто от политических особенностей и отношений той или иной страны: во Франции для допуска на биржу иностранных государственных бумаг важнейшее значение имеет разрешение министерства финансов, указания которого в этом случае обязательны для *Chambre syndicale*. Благодаря такой зависимости биржи от министерства на французской бирже обращаются бумаги лишь дружественных государств, и французы считают подобное допущение на биржу государственных фондов особой льготой для иностранного государства. Что касается Англии, то здесь в этом отношении предъявляются более об'ективные требования: иностранные фонды допускаются на биржу при удовлетворении их двум условиям, а именно: если данное государство всегда платило по долгам и если оно не находится в войне с Англией. В Германии также особых препятствий к допущению иностранных фондов не ставилось: требовалось лишь выяснение достаточно твердого финансового положения страны, выпускающей заем. На биржу Соединенных Штатов до двадцатого века был открыт доступ лишь английским консолям, но затем постепенно стали отпадать ограничения для иностранных фондов других государств; с 1902 г. начали допускаться и русские фонды, и с тех пор американская биржа успела поглотить русских бумаг на довольно значительную сумму. Таковы в общих чертах условия допущения фондов иностранных государств на главнейших биржах. Проспект допущенного на биржу займа обязательно публикуется во всеобщее сведение.

Вслед за допущением займа к котировке на бирже наступает его реализация. В Англии консорциум сдает обыкновенно банкам и маклерам по твердой цене определенное число облигаций; этим консорциум обеспечивает себе при реализации займа значительный контингент заинтересованных в его успехе капиталистов. В Германии, когда заем публикуется, устанавливаются большей частью привилегии для мелких подписчиков, но при разверстке займов консорциум предоставляет себе полную свободу и оказывает нередко особые льготы наиболее солидным подписчикам. Кроме того, консорциум часто и после разверстки займа бывает в сильной степени заинтересован высоким курсом его облигаций: консорциум сохраняет нередко у себя часть облигаций с целью дальнейшего выпуска их на рынок по повышенному курсу, для искусственного поднятия которого он специально скупает на рынке облигации соответствующего займа („интервенционные“ покупки).

Власть консорциумов в современном экономическом мире имеет свою опасную сторону; ведя искусную политику в сторону временного, ненормального повышения курса исключительно в целях личной наживы, они оказываются в состоянии диктовать свои условия государству, стремящемуся как можно быстрее реализовать заем с помощью могущественного консорциума, являющегося лучшим и нередко монопольным посредником в этом деле; борьба же с консорциумами бывает тем более трудна, что состав участников их нередко окутан в непроницаемую тайну.

По отношению к кредитному рынку и к держателям ценных бумаг положение консорциумов также носит монопольный характер. Особенно резко явление это обнаруживается во Франции, где „финансовая олигархия“ банков всемогуща¹⁾: в 1904 году во время русско-японской войны русские фонды почти не пали в течение первых месяцев благодаря влиянию банков, несмотря на неблагоприятные для России обстоятельства; понижение курса русских фондов отнюдь не входило в их интересы, ибо русский внешний заем 1904 г., заключенный для ведения войны, был реализован во Франции, и вполне понятные усилия французского консорциума держать курс русских бумаг на прежней высоте, хотя бы до окончания полной реализации займа, увенчались блестящим успехом. В Англии и Германии власть консорциумов также заметно проявляется, хотя в меньшей степени.

Большинство писателей обыкновенно нападает на монополию консорциумов в эмиссионной операции. Правда, объективно рассуждая, ей нельзя отказать в ряде положительных черт, указываемых Лотцем.

Консорциум, являясь монопольным посредником по заключению займов между государствами и широкой публикой, оказывается в состоянии производить строгий выбор между солидными и сомнительными займами и отказывать в реализации займов некоторых экзотических государств, нередко прибегающих к внешнему кредиту с затаенным намерением не только уклониться впоследствии от исправного платежа условленных процентов, но и совсем присвоить ссуженные капиталы. Конечно, при современном международно-правовом положении подобное нарушение одной державой интересов подданных других государств вызовет дипломатическое и даже вооруженное вмешательство последних в государственные дела неисправного должника, который в конце концов должен будет исполнить принятые им на себя обязательства. Так, например, когда в начале XX столетия президент южно-американской республики Венесуэлы Кастро, стремившийся к диктатуре, стал в интересах разных промышленных групп нарушать концессии, выданные иностранным компаниям, и не исполнять денежных обязательств государства, произошло вооруженное вмешательство европейских государств, гавани Венесуэлы в 1902—1903 г. г., по предложению Германии, были блокированы международной эскадрой, — и Венесуэла вынуждена была уступить. Однако, прежде чем неаккуратный должник будет принужден к уплате, прежде чем он загладит свою неисправность, которая может протекать не только от злой воли, но и от дурного финансового и экономического состояния страны, за это время курсы его фондов испытают на иностранных рынках значительную встряску, и интересы мелких держателей могут при этом серьезно пострадать. Опасность заключения на иностранных рынках подобных экзотических займов устраняется посредничеством могущественного и осведомленного консорциума, не страшась конкуренции; при свободной же конкуренции банков в этом направлении могли бы получиться печальные последствия, и ненадежные займы могли бы расхо-

¹⁾ См. Lysis. L'oligarchie financière.

дятся в широкой массе в ущерб мелким держателям, вкладывающим нередко весь свой капитал в один и тот же заем.

Консорциум широко раскидывает сеть своих отделений по всему земному шару; этим, безусловно, оказывается содействие развитию международной торговли: европейский купец может чувствовать себя гораздо свободнее и сильнее где-нибудь в далекой южной Америке, благодаря существованию в ней многочисленных отделений английских и германских банков.

Тем не менее, деятельность консорциумов, как могущественных организаций „капиталистически-эгоистического“ характера, может принимать крайне вредное направление для государства и общества; необходим строгий контроль над их деятельностью. Нужно сознаться, что контроль этот, при *современных условиях*, трудно осуществим: он не может осуществляться чиновниками, у которых не хватит на это ни знаний, ни опыта; но и биржи также не пригодны для этой цели, ибо находятся нередко в руках у консорциума. Остается прислушиваться к общественному мнению, к прессе, но, увы, и она часто оказывается в услужении у того же консорциума. Концентрация банков — естественный процесс современного хозяйственного строя, но она дает страшную власть объединенным денежным капиталистам, власть, опасную даже для создавшего ее капиталистического строя, и общественный контроль над этой властью часто сводится к нулю.

§ 3. Техника эмиссий.

Успешная реализация займа заключается в *своевременном получении* необходимых государству средств без *чрезмерного напряжения денежного рынка* и в *размещении* (classement) облигаций в „*твердых*“ руках держателей, помещающих в них свои *сбережения*. Государство должно получить именно столько средств, сколько ему нужно в данный момент: поэтому быстрая реализация *всей* суммы займа, лежащей затем втуне на счету казначейства, часто даже нежелательна. Самой выгодной системой для небольших сравнительно займов является постепенная, по мере надобности, продажа облигаций на бирже или чрез центральный эмиссионный банк, практикующаяся во Франции и Англии — „*systeme du robinet*“

В Англии эта система непрерывного кредитования путем продажи национальных бонов и бонов казначейства чрез посредство Английского банка („*continuous or day to day borrowing*“), была предложена Дреммондом Фразером и успешно применялась с конца 1916 г.¹⁾

Для крупных займов она заменяется вышеописанной антиципацией их с помощью обязательств казначейства: заем лишь консолидирует уже вырученные казной суммы, и в уплату по его облигациям поступают

¹⁾ См. Bogart, p. 32 и Gibson, о. с. и Bankers magazine, August, 1915.

„боны“ казначейства. Так поступали во время войны все государства, начиная с Германии и кончая Соединенными Штатами, избегая таким образом напряжения денежного рынка в момент подписки. Проф. Hollander предлагал вместо этой системы, способствующей кредитной инфляции, удлинить *рассрочку взносов* подписчиков по облигациям займов на *определенные, например, месячные промежутки* (equal monthly installments: такой „installment loan“ представлял бы, по его мнению, все преимущества системы антиципации с помощью „сертификатов“, не имея ее недостатков¹⁾).

Содействие банков. Даже при займах, заключаемых государством внутри страны путем непосредственной публичной подписки от своего имени, оно не может обойтись без содействия банков, государственных или частных, сосредоточивающих вклады и другие ищущие помещения капиталы. На первом месте стоит обычно центральный эмиссионный банк, затем коммерческие (депозитные) банки и другие кредитные, а иногда и не кредитные учреждения. Так, например, во время минувшей войны у нас постепенно привлекались: сначала Государственный банк, акционерные банки и банкирские конторы, затем казначейства (2-й заем) и сберегательные кассы (3-й), далее учреждения мелкого кредита (4-й), гор. банки и о-ва взаимного кредита (5-й), наконец, городские и земские управы, дворянский и крестьянский банки (6-й)²⁾. И теперь доминирующую роль играет Госбанк, но крестьянский выигрышный заем размещается непосредственно органами НКФ (Губфо и пр.), впрочем, с помощью армии контрагентов³⁾.

Англия реализует займы почти исключительно чрез посредство Английского банка (давно уже, как известно, ведущего все кассовое дело казны). Франция пользуется и Банком, и биржей, и собственным финансовым аппаратом—сборщиками податей.

Соединенные Штаты прибегали с самого начала своей финансовой истории к помощи банков, но только в последнее время, непосредственно пред войной, они создали централизованную систему *резервных* банков, оказавшую казне при реализации займов громадные услуги: банки реализовывали сертификаты казначейства, и вырученные суммы оставались у них на счете казначейства, при чем число таких банков, служивших „фискальными агентами“ казны (depository banks) быстро возрастало с каждым новым займом⁴⁾; к ним не применялись требования закона 1913 г. насчет обеспечения депозитов соответственными резервами; кроме того этим банкам было предоставлено (29 мая 1917 г.) подписываться на займы, не внося денег, а только открывая *счет* казначейству на определенную сумму (payment by credit), что значительно расширило их кредитные возможности (Hollander). Все эти банки действовали под контролем федеральных резервных банков и опирались на них.

¹⁾ Hollander. War borrowing, ch. VI: the future.

²⁾ В. А. Мукосеев. Военные займы России. (Сбор. „Военные займы“), стр. 158.

³⁾ См. Цирк. НКФ СССР от 2 апреля 1924 г. за № 689 о выпуске крестьянского выигр. займа. В. Ф. оф. отд. № 32.

⁴⁾ В 1917 г. их было: 1251 национальных и 780 банков отдельных штатов и trust C-os.

При выпуске $4\frac{1}{4}\%$ -ного займа 1922 только федеральные резервные банки признаны официальными агентами казны (Report 1922, Exhibit 28).

Для успеха публичной подписки и особенно для размещения займа, по возможности, сразу в твердых руках мелких держателей, необходима широкая *агитация в прессе* и иные формы рекламы. Во время минувшей войны применялись самые разнообразные способы возбуждения общественного сочувствия к государственным займам: статьи, особые сборники (Сборник „Военные займы“, при Временном правительстве), митинги, плакаты и пр.

Чрезвычайно широкую и разнообразную агитацию развило и Советское правительство за истекшие два года чрез посредство правительственной прессы, партийных и профессиональных организаций и пр.; если результаты были ничтожны, то это объясняется невероятной трудностью задачи: „революция разрушила государственный кредит, война и революция уничтожили накопленные капиталы. Таким образом работу по восстановлению государственных кредитных операций надо было начинать сызнова, не на чистом месте, а на развалинах прежних разрушенных революцией кредитных отношений“ ¹⁾.

Подписка на заем происходит обычно в банках, реже в учреждениях финансового ведомства, за исключением записи в „книге государственного долга“ (о ней ниже).

Срок подписки в мирное время устанавливается весьма краткий — несколько дней; но во время войны его пришлось в ряде стран удлинить. В России, начиная с 4 го военного займа, сроки были значительно удлинены для *официальной* подписки (т.-е. с момента публичной подписки):

	I	II	III	IV	V	VI	займов
Сроки неофиц. подписки	5	8	11	11	7	11	дней
Сроки официальн.	2	1	2	10	39	60	„
Итого	7	9	13	21	46	71	день.

„Чем обширнее военные займы, тем интенсивнее должна быть мобилизация сбережений и тем длиннее должен быть период для успешного проведения этой операции“ (Мукосеев). Для сберегательных касс, учреждений мелкого кредита, полевых казначейств сроки были удлинены даже до 92 дней. В нынешних условиях СССР, понятно, подписка растянулась на месяцы.

Разверстка. Когда заем представляет выгодные условия для подписчиков и выпущен в удачный момент, сумма подписки превышает часто устанавливаемую предельную сумму займа: в истории государственного кредита за границей и у нас бывали частые примеры покрытия суммы займа в несколько раз. В виду того, что значительная часть такой подписки имеет большую частью спекулятивный характер, с целью перепродажи облигаций, закон о займе обыкновенно устанавливает (или предоставляет министру финансов установить) условия разверстки займа между подписчиками не пропорционально сумме подписки, а с предпочте-

¹⁾ Г. Вульф. Итоги и перспективы госуд. кредитных операций СССР. Вестн. Фин. 1924 № 3.

нием *мелких* подписчиков. Это делается не столько по социальным или филантропическим соображениям, сколько с целью размещения займа в „твердых“ руках. Так, например, при подписке на американский заем 1922 г. подписные суммы до 10 тысяч дол. не подлежали развертке (allotted in full), а суммы сверх 10 тысяч разверстывались и могли быть даже совсем исключены, по усмотрению министра финансов (secretary of the treasury).

Купюры облигаций не должны быть очень велики, если хотят привлечь мелких подписчиков. Даже Англии пришлось с этой целью понижать купюры своих военных займов¹⁾. Но с другой стороны чересчур мелкие купюры не оправдывают расходов: так например, рублевые облигации крестьянского выигрышного займа не окупят, вероятно, стоимости потраченной (на временные квитанции, облигации, счета, ведомости и пр.) *бумаги*, не говоря о других расходах; по нашему мнению, вряд ли следовало допускать купюры ниже 5 рублей (ведь их покупательная сила равна 2—3 р. довоенным), даже учитывая воспитательную роль займа.

Валютой, в которой обозначается сумма долговых обязательств, нормально является валюта государства-должника, но иногда государство принимает на себя обязательство уплаты по займу в *золотой* валюте или золотом. Такое обязательство может касаться только внешних займов или также и внутренних²⁾.

В первом случае имеется в виду обеспечить иностранных кредиторов от обесценения валюты, при чем устанавливается „законный паритет“, или займы выражаются непосредственно в иностранной валюте. Обещание уплаты по всем долгам золотом или по курсу золота встречалось в государствах с недостаточно прочным кредитом и валютой, как Италия, Испания и др.; единственное государство с вполне прочным кредитом и валютой, которое включает указанную оговорку в условия займа, это — Соединенные Штаты.

¹⁾ В Соединенных Штатах сумма займов (Liberty bonds and victory notes), так распределялась между отдельными купюрами в мил. дол.

	50	100	500	1000	5 т.	10 т.	50 т.	100 т.	всего
30 июня 1919	199,5	2.672,6	1.800,7	7.938	1.271	2.653,5	192	601,5	19.126,5
31 авг. 1922	812,4	1.519,6	1.430,4	6.053,7	1.452	4.278,9	271,6	1.107,6	16.926

Любопытно, что процентное отношение мелких купюр *сокращается* в Соединенных Штатах после войны: сумма 50-ти долларовых спустилась с 10,43% до 4,8% общей суммы, 100—долларовых—с 14% до 9%, тогда как купюры в

5 т. д.	поднялись с	6,65%	до	8,58%	общей суммы
10 т. д.	„	13,87		25,28%	
100 т. д.	„	3,15		6,54%	

²⁾ G. Jèze. La monnaie de paiement dans les contrats entre particuliers et dans les emprunts publics d'état. Rev. de sc. et de législ. fin. 1924, № 1.

Сроки оплаты подписной суммы бывают весьма разнообразны. „Если эмиссия, говорит Мукосеев, не апеллирует непосредственно к *оборотным* средствам народного хозяйства и ставит себе задачей мобилизовать главным образом наличный капитал и непродуктивно лежащие *сбережения* частных лиц и хозяйств, то период рассрочки, естественно, *сокращается*“. Во Франции он был прежде очень краткий. Но во время и после войны, когда пришлось посягать, и в значительных размерах, на оборотные капиталы, сроки оплаты значительно удлинлись там и постольку, поскольку займы не были уже антиципированы и где подписная сумма не вносилась бонами или облигациями прежних займов.

Чем длиннее сроки подписки, тем более можно сократить сроки последовательных взносов.

Рассрочка взносов имеет целью не только облегчить подписку на займы и привлечь возможно больше подписчиков, но и предупредить чрезмерное напряжение денежного рынка; мы видели выше, что некоторые экономисты (Hollander) предлагают удлинить ее и ввести, как правило, оплату займов ежемесячными взносами (installment loans) вместо антиципации их текущими долгами.

В тех же целях облегчения подписки устанавливаются весьма льготные условия при приеме облигаций *государственными кредитными учреждениями* в залог по ссудам и на *хранение* и управление. Такие льготы давались у нас и до войны, и во время войны, и при нынешних займах Советской России. Залоговые цены наших военных займов колебались от 85 до 90 (III заем); банк или казначейство, получив заявление о подписке и ссуде, начисляли к выпускной цене облигации (скажем 95) наросшие на нее процент, проценты по ссуде, сборы и вычитывали ссуду; подписчик доплачивал таким образом только разницу — 10-11 рублей. Наибольшего развития эти меры искусственного взвинчивания подписки получили в Германии, где „ссудные кассы“ ссужали промышленников под залог облигаций госуд. займов, а „военно-кредитные банки“ ссужали подписчиков под обеспечение товарными документами и другими ценными бумагами. „Если у вас имеются облигации на 400 мар., писала „Kölnische Zeitung“, вы можете, заложив их в банк и не платя ни одного пфенига, подписаться на 300 мар. нового займа, а оставив и новые облигации в банке, довести подписку до 1.600 мар.“

Такие меры создают фиктивный успех займов, имеющий иногда политическое значение и скрывающий растущие финансовые затруднения от противников, но приносят в государственное казначейство мало *новых сбережений* („argent frais“).

§ 4. Именные записи в Книгу государственного долга.

Займы могут заключаться в форме именных записей в Книгу государственного долга или в форме выдачи облигаций на предъявителя.

Первая форма предшествовала второй, затем уступила ей первое место, но последние годы пред войной получила распространение во многих странах.

Под Книгой госуд. долга разумеют *именной реестр* кредиторов государства с обозначением суммы и срока долга каждому из них. В Англии и Франции записи в Долговую книгу были основной формой государственного кредита. Вообще они преобладают в странах, где государственный кредит достиг значительного развития в раннюю эпоху, когда ценные бумаги на предъявителя не существовали или были редкостью; в странах же, где государственный кредит развился позже, когда предъявительские бумаги были господствующей формой фондов, там и облигации государственных займов стали выпускаться на предъявителя.

В Англии Книга государственного долга появилась почти одновременно с возникновением Английского банка, т.-е. еще в конце XVII века, но современный характер она получила лишь с передачей Банку в 1834 г. заведывания государственными займами. При подписке на заем взносы поступают в Банк, который заносит их в счет (stock) данного кредитора, при чем временная запись (scrip) имени и жительства подписчика переносится затем в алфавитном порядке в Главную книгу. Особые „дивидендные“ книги служат для записи уплаты $\frac{1}{100}$ %; продажа капитальной суммы (stock) происходит путем трансферта и обставлена некоторыми формальностями. С 1863 г. Банк стал выдавать на основании записи в Долговую книгу облигации на предъявителя в 50—1.000 ф., при чем держатели имеют право превращать их в именные. Банк получал за управление государственными долгами по 300 ф. за 1 миллион до 600 мил. и по 150 ф. за 1 мил. с дальнейших сумм долга.

Во Франции Книга госуд. долга возникла еще при старом режиме (при Калонне). Во время революции Камбон создал в 1793 г. *Grand livre de la dette publique*, в которую были вписаны все кредиторы государства; целью этого мероприятия была их „республиканизация“: облигации, выданные от имени короля, были заменены обязательствами республиканского правительства; впрочем, эти обязательства были вскоре сокращены на $\frac{2}{3}$. Впоследствии значение *Grand livre* сохранилось и даже возросло; на ряду с общей книгой появились „департаментские“ книги в видах децентрализации и демократизации долга, и эта цель была достигнута: государ. рента проникла в глушь провинции. С 70-х годов эти книги стали терять свою роль, так как развитие чекового обращения облегчало запись в Главной книге в Париже; поэтому в 1909 г. оставалось только 47 департаментских книг с 292 провинциальными кредиторами; остальные были записаны в *Grand livre*.

Уже с 1816 г. появились *свидетельства на предъявителя*, выдававшиеся чрез посредство банкирских контор и банков, которые взымали за комиссию 1%; только с 1831 г. облигации стали выдаваться всякому записанному в Долговую книгу в форме выписи на предъявителя. При Наполеоне III в 1864 г. появились *rentes mixtes*, состоявшие в том, что капитальная сумма долга записывается в Книгу г. д., а на получение $\frac{1}{100}$ выдается удостоверение на предъявителя. „Демократизация“ кредита привела к понижению минимальной ренты до 2 фр. в год.

По образцу французской системы создана и бельгийская Книга с тремя формами записи и итальянская „Большая книга госуд. долга“ (1861), в которую были вписаны существовавшие к моменту объединения консолидированные долги отдельных государств на 144½ м.л. ежегодных платежей; цель ее была, как и во Франции, главным образом политическая — „италианизация“ государственного долга, а на втором месте финансовая — прекращение взаимной конкуренции займов прежних правительств.

В Пруссии именные записи в Книгу г. д.—*Buchschulden*—появились только в 1883 г.; отсюда они распространились постепенно в Саксонию (1884) и др. государствах; в 1891 г. их ввело имперское правительство. Сначала допускалась запись только представляемых держателями (предъявительских) облигаций, при чем эти облигации уничтожались; затем с 1910 г. стали допускать внесение в Долговую книгу путем непосредственной уплаты наличными без предъявления облигации; следовательно, запись стала означать не только новацию (изменение формы, обновление) обязательства, но и создание такового вновь.

Таким образом, в Германии процесс развития *Buchschulden* был противоположен французскому: сначала только были предъявительские облигации, затем именные записи, заменяющие их, и наконец, записи, как самостоятельная форма реализации займов. Первоначально эта форма применялась к юридическим лицам (благотворительным и другим учреждениям), а затем к широкой массе мелких кредиторов, ищущих прочного помещения для своих сбережений—чиновников, вдов и пр.; среди кредиторов по *Buchschulden* большинство составляют женщины (*Heckel*). Правительство стало поощрять эту форму кредита в целях размещения его в твердых руках, при чем установило максимум записи на каждое лицо и сохранило за собой право не вносить в списки всякого желающего. Значение *Buchschulden* в Германии усиливалось пред войной: из суммы займа 1910 г. они составляли 31%.

В *Соед. Штатах* именные записи (*registered*) получили, как и в Англии, широкое развитие; применяемая там смешанная система противоположна французской: причитающиеся проценты записываются в Долговую книгу, а на капитальную сумму выдаются предъявительские облигации.

Разнообразие существующих систем *Buchschulden* можно свести к пяти типам, в которых преимущество именных записей—безопасность от утраты облигаций—покупается в большей или меньшей степени за счет другого столь же важного качества долговых притязаний—их подвижности и легкости реализации:

1) строгая форма записей, установленная в Англии, Голландии, и Германии, не дает права на получение облигаций: опасности потери нет, но происходит иммобилизация кредита вне Банка; правда, при легкости трансферта это не представляет в Англии особенных неудобств;

2) французская обычная система, применяемая в Бельгии, Италии и применявшаяся в России—бумаги на предъявителя в виде выписей из Долговой книги; получение %/% по такой бумаге несколько сложнее, чем при простой записи в Книгу, так как надо предъявлять всякий раз указанную выпись;

3) французские *rentes mixtes* *вдвойне неудобны*, так как получение $\frac{1}{2}\%$ менее удобно, чем при записи их в Книги г. д., а капитальная сумма иммобилизована и, следовательно, переход притязания из рук в руки затруднен;

4) практикуемая в Соед. Штатах система наиболее целесообразна: мобилизуется капитальная сумма, что облегчает переход облигаций из рук в руки, тогда как записанные в Долговую книгу проценты получаются без затруднения и формальностей; таким образом обеспечиваются обе выгоды: легкость обмена и простота получения процентов;

5) существующая в скандинавских государствах система приближается к германской: ее особенность заключается в том, что выпущенные государством облигации на предъявителя могут быть отданы государству же на хранение. („депозитная“ система).

В России до революции существовала „Государственная долговая книга“, созданная в 1817 г. при Комиссии погашения госуд. долгов; в нее вносились имена кредиторов с указанием капитальной суммы долга и следуемых процентов; „внесение в книгу имени кредитора или вкладчика и выданный в доказательство сего „билет“ служили „документом его права“¹⁾.

§ 5. Условия займов. Процент и эмиссионный курс.

Единство или разнообразие типов? ²⁾.

Во многих странах перед последней войной стремились к созданию одного или немногих *типов* займов, к *унификации* государственного долга. Мотивом в пользу такой унификации служило предпочтение, оказываемое биржевой „типичным“ бумагам, выпускаемым на большие суммы и служащим удобным объектом для биржевой торговли, так как держатели привыкают к определенным типам бумаг, и они имеют поэтому более обширный рынок. Унификация долга приводит к простоте и ясности расчетов и бюджета; таковы были полезные результаты „консолидации“ английских долгов в 1787 г. и французских в 1793 г.

Однако более серьезные доводы выдвигаются в пользу разнообразия займов: 1) их различное *назначение* (войны, производительные предприятия и т. п.) влияет на условия кредита, 2) разные *категории кредиторов* государства предъявляют различные требования: одни предпочитают высокий процент, другие — большую устойчивость дохода, третьи возможность быстрой реализации бумаги (напр., промышленники, помещающие в них временно свободные оборотные средства); поэтому целесо-

1) Св. Зак. Т. XI, яв. 2-ое. Уст. кредитный. Разр. 1, гл. 3, ст. 72 и сл.— Бржеский. Госуд. долги России, стр. 182.

2) Leroy-Beaulieu, II, ch. 8.— Jèze. Cours: La technique du crédit public, ch. VII.

образно выпускать несколько типов, из которых каждый имеет свой круг держателей; 3) при разнообразии типов *легче* произвести конверсию, чем при едином типе займа на громадные миллиардные суммы. Впрочем, на случай конверсии можно разбить такой заем на несколько по срокам эмиссии и другим второстепенным признакам (Jèze). Вообще нельзя установить на этот счет абсолютных принципов, справедливо замечает Леруа-Болье; можно одно сказать: поспешная унификация *quand même* приносит часто вред, разнообразие займов нередко облегчает их реализацию, конверсии и обеспечивает устойчивость (напр. русских бумаг в 1904 — 5 г.). Минувшая война значительно усилила разнообразие государственных долгов, и притом любопытно, что дальше всего в этом направлении пошли страны, в которых долг был до войны наиболее унифицирован: Англия отказалась от своих традиционных консолей, а Франция выпускала, кроме рентных займов из разных процентов, облигации национальной защиты и др. займы самых разнообразных типов.

Условия займов.

Процент по займу может быть установлен в определенном на весь срок размере или подлежать изменениям: в течение нескольких лет может выплачиваться дополнительный процент (Jèze называет такой случай *annuités terminables*) или спустя некоторое число лет процент автоматически понижается („автоматическая конверсия“) или повышается (случай, в истории не встречающийся).

Сверх процента кредитор может получать какие-либо *дополнительные* выгоды: 1) премию при погашении долга, т. е. приплату на капитале, 2) шансы выигрыша, 3) свободу от налогов („фискальный иммунитет“), 4) отказ государства от конверсии в течение известного срока и пр. Премии бывают двух родов: а) они могут выдаваться *сверх номинальной* суммы долга; такие премии имелись в наших прежних выигрышных займах (20—50 р. на 100), в английских National war bonds 1917—19 г.г. (2—5%); б) премии могут получаться при погашении в силу того, что займы выпущены по курсу ниже номинального.

Как определить возможный эмиссионный курс *низкопроцентного срочного займа*? Для этого необходимо сравнить выгоды получаемой при выкупе *премии*, т. е. разницы между номинальной и выпускной ценой займа, и ежегодного процента.

Предположим, что рыночный процент в момент эмиссии равен „ p “%, что заем выпускается на „ t “ лет из „ m “%. Что даст подписчик за 100-рублевую облигацию?

Если бы он поместил искомую сумму (x) из обычного процента, он получал бы ежегодно $\frac{x \cdot p}{100}$. Подписавшись на заем, он будет получать на свой капитал m рублей (т. е. $m\%$ с номинальной суммы облигации), но кроме того получит премию $(100 - x)$ через t лет.

Получаемый им ежегодный доход (m) + ежегодная выгода (y) в течение t лет, равноценная премии чрез t лет, должны вместе равняться нормальной прибыли на капитал x , т. е. $\frac{x \cdot p}{100}$.

$$\frac{x \cdot p}{100} = m + y. \text{ Чему же равно } y?$$

y равно срочной уплате в конце каждого года, которая дала бы чрез t лет капитал, равный премии.

Пользуясь формулой срочных уплат, получаем:

$$\frac{x \cdot p}{100} = m + \frac{(100 - x) \cdot r}{(1 + r)^t - 1}, \text{ где } r = \frac{p}{100}.$$

Если $p = 5$, $m = 3$, $t = 10$, то

$$\frac{5x}{100} = 3 + \frac{(100 - x) \cdot 0,05}{1,05^{10} - 1} \quad 1,05^{10} = 1,63$$

$$5 \cdot 63 x = 3 \cdot 100 \cdot 63 + 100 \cdot 100 \cdot 5 - 5 \cdot 100 \cdot x.$$

$$x = 84\frac{1}{2}.$$

„Высокопроцентные“ и „низкопроцентные“ займы ¹⁾.

Процент, предлагаемый государством по своим займам, может быть 1) выше среднего рыночного процента, который в момент реализации займа получается по фондовым (ссудным) помещениям, 2) равен рыночному проценту или 3) ниже его. В первом случае эмиссионный курс займа будет выше номинального (выше pari), во 2-ом равен ему, т. е. заем выпущен al pari , в 3-ем ниже номинала (ниже pari).

Вряд ли стоит останавливаться на первой форме, почти не встречающейся в истории кредита, кроме нескольких старых займов в отдельных штатах С. Америки и выпущенного в 1911 г. небольшого федерального займа для постройки Панамского канала.

Итак выбор остается между займами, выпускаемыми al pari , называемыми „высокопроцентными“, и выпускаемыми ниже pari , или „низкопроцентными“.

В пользу последних выдвигаются два мотива: 1) единство типа государственных займов: если средний рыночный процент поднялся выше платимого по прежним займам, а их курс понизился, то ради сохранения привычного типа приходится и новый заем выпускать ниже pari . Так, например, если господствующий тип займов — 4%-ные, а рыночный процент дошел до 5%, то государство выпускает все-таки 4%-ный заем, но по курсу, скажем, 90. 2) Второй мотив — некоторая выгода на курсе низкопроцентных займов: дело в том, что кредиторы получают при погашении этих займов премию — разницу между номинальным и эмиссионным курсом займа; чем ближе срок погашения или шансы выхода обли-

¹⁾ И. Кауфман. Основания расчетов долгосрочных операций" 1891. Leroy-Beaulieu. II, ch. 6.—Jèze, o. c., ch. IV; Labeyrie. Théorie et histoire des conversions, 1878.—Grizziotti. La politica dei prestiti di guerra. G. d. economisti, 1918, aug.

гации в тираж погашения, тем большую роль приобретает премия в расчетах держателя облигаций; предположим, напр., что облигация 4%-ного займа, выпущенного по курсу 85, выходит в тираж на другой год после эмиссии; держатель получает в таком случае на затраченные 90 р. 15 рублей прибыли, или $17\frac{1}{2}\%$. Этот шанс высокой прибыли, этот элемент, облигающий низкопроцентные займы с выигрышными, служит приманкой для подписчиков, и последние иногда готовы дать за облигации несколько большую сумму, чем та, которая соответствует строго математической калькуляции: финансовое ведомство производит точный расчет срочных уплат на основании известных формул и потом определяет тот курс, по которому можно выпустить заем из такого-то % и на такой-то срок ¹⁾; подписчики дают более высокую цену за облигации таких займов, и в этом заключается, по мнению их сторонников, главная их выгода. А в числе сторонников низкопроцентных займов были не только многие практические деятели, но такие экономисты, как профессор И. И. Кауфман.

Однако, большинство экономистов решительно высказываются против низкопроцентных займов: государство покупает временную выгоду на % ценой *увеличения капитальной суммы долга*, которая 1) препятствует погашению, 2) ложится тяжелым бременем на будущие поколения (это — „решающий“, по мнению Жеза, моральный аргумент) и 3) *надолго делает невозможной конверсию*.

Последний довод — самый серьезный: его не учитывают при калькуляциях, да и нельзя учесть *возможных* изменений; ведь может произойти и обратное — повышение ссудного %, и тогда низкопроцентные займы находят себе некоторое оправдание ²⁾. Но обычно после периода усиленных займов наступает период успокоения, накопления капиталов и понижения процента, позволяющий произвести конверсию высокопроцентных долгов, курс которых начинает превышать par. Для того, чтобы низкопроцентные займы превысили паритет, нужно слишком большое падение ссудного %.

По поводу увеличения капитальной суммы долга сторонники низкопроцентных займов утешают себя тем, что покупательная способность денег падает с течением времени. Но ведь происходит часто и обратный процесс, например, по отношению к займам, заключенным в 1918—19 г.г., когда покупательная способность денег достигла самого низкого уровня: с тех пор цены в ряде стран падают, и реальное бремя госуд. долгов автоматически растет. Реальная причина низкопроцентных займов — *влияние банков*: низкопроцентные займы являются, по словам Jèze'a (p. 54),

¹⁾ Если не учитывать премии, то *реальный* % (yield) равен номинальному %, деленному на эмиссионный курс и помноженному на 100: 4%-ный заем по курсу 80 дает реально 5%. Но премия на капитале значительно усложняет расчет (см. Кауфман, Осн. расч. долгосрочных операций и H. Renfer, Lehrb. d. polit. Arithmetik, 1910, S. 153—63).

²⁾ Jèze утверждает противное (о. с., p. 96): „слабым пунктом аргументации опровергаемой теории (защитников низкопроцент. займов) является гипотеза о постоянном понижении % (loyer de l'argent), если наступает повышение, расчеты опрокидываются“. (? Как раз наоборот! В. Т.)

проявлением невежества министров и законодательных собраний, влиянии банковых дельцов и желанием создать иллюзию насчет действительного положения госуд. кредита. Леруа-Болье тоже находит (р. 354), что защитники займов ниже *pari* — это большей частью *банкиры*, которые импонируют публике своим „опытом“, а в сущности заслуживают меньше всего доверия в финансовых вопросах, т. к. полны профессиональных предубеждений и преследуют лишь свои частные интересы; а их интерес в том, чтобы возможно более запутать финансы, рекомендовать самые сложные комбинации, обеспечивающие им комиссии, премии и прибыли на арбитраже“.

Из крупных государств только Соед. Штаты не заключали низкопроцентных займов, предпочитая платить высокий процент, а по миновании нужды, быстро погашать и конвертировать долги. В истории английского государственного кредита низкопроцентные займы встречаются наиболее часто в бурную эпоху борьбы с революционной Францией и Наполеоном: таков заем 1793 г. на $4\frac{1}{2}$ м. ф. из 3% по курсу 72 и почти все следовавшие за ним; в общем с 1793 по 1816 г. заключено займов на 773,68 м., а выручено только 493,6 м., следовательно, премии составили 280 м.! „Эта метода займов, говорит Bastable ¹⁾, была самым темным пятном финансового управления Питта“. Побудительными мотивами были: стремление удержать обычный тип 3%-ных займов, не давать частному кредиту „дурного примера“ высокого процента и столь же ошибочные идеи Прайса о погасительном фонде, создававшие легкое отношение к нарастанию долга. Но главной, реальной причиной было влияние банкиров, стакнувшихся между собой для эксплуатации казны и населения ²⁾. Также продолжалось и после войны — до 30-х годов, хотя в меньшей степени.

С 30-х годов XIX в. английские министры финансов твердо держались практики высокопроцентных займов, правда, до 70-х гг. в дополнение к % держателям выдавались иногда аннуитеты. И во время войны 1914—18 гг. процент по займам повышался вместе с рыночным (только заем 1914 г. под давлением банкиров был выпущен по курсу 95). Но после войны — 1921 г. — Чемберлен решил отступить от здоровой традиции, выпустив $3\frac{1}{2}$ %-ный конверсионный заем сроком на 40 лет — по 160 ф. за 100 ф. конвертируемых „национальных военных бонов“. Эта операция была признана почти всеми писавшими о ней *разорительной*.

Во Франции эмиссии ниже *pari* были традиционной политикой, правилом и при старом режиме, и при реставрации (займы 1816—18 гг. по курсу 58—67), и при июльской монархии, и в особенности при Наполеоне III ($58\frac{1}{2}$ — $69\frac{1}{4}$):

¹⁾ Bastable. Public finance, 3 ed. 1903, p. 691.

²⁾ Jéze, p. 104 цитир. им Н. Parnell. On financial reform, 1831, p. 283. См. попытки И. Кауфмана (Госуд. долг Англии с 1688 по 1890, 1893) оправдать эти низкопроцентные займы (гл. XX).

	Сумма займов.	Действит. выручка.	Разница.
Реставрация	1.997,2	1.435,7	561,4 м. фр.
Июльская монархия .	1.030,6	907,2	123,3 „ „
2-я республика . . .	298,7	223,4	75,3 „ „
2-я империя	6.441,9	4.312,1	2.129,7 1) „

Третья республика держалась той же вредной системы: 5⁰/₀-ные займы 1871 и 72 г.г. были выпущены по курсу 82¹/₂ и 84¹/₄, 3⁰/₀-ная рента 1886 г. по 79,8, 3⁰/₀ рента 1890 г. по 92¹/₂; в общем рентный долг возрос на 9.405,5, а выручено было 7.915,9; 3⁰/₀-ная срочнопогашаемая рента, выпущенная в 1878—84 г.г. Фрейсинэ на сумму в 4.070,7 м. дала казне всего 3.284,6 м., т. е. на 786 м. меньше; 3¹/₂⁰/₀ заем 1914 г. на 805 м. был выпущен по 91 фр.; когда разразилась война, курс его упал до 82, и правительство пришло на помощь банкирам и спекулянтам, в руках которых находились неразмещенные еще к тому времени облигации займа, допустив обмен его по курсу 91 на облигации следующих займов.

„Во время войны, говорит Jèze, эмиссии ниже *pari* были догмой французских министров финансов: 5⁰/₀-ные рентные займы 1915 и 16 г. реализованы по 88 и 88³/₄, т. е. из 5,73 и 5,71⁰/₀ реальных; в 1917 г. пошли еще дальше, перейдя к 4⁰/₀-ному типу и реализовав займы 1917 и 18 г. по 68,6 и 70,8⁰/₀. Рибо *post factum* признал (в 1919 г.) „неудобства“ этой системы, проводившейся им в течение первых лет войны. После войны кредит еще более ухудшился, и 5⁰/₀ заем, заключенный в феврале 1920 г. сроком на 60 лет, с премией в 50⁰/₀ при выкупе, был реально 5,6⁰/₀-ным и только при 6-м займе в октябре 1920 г. м-во финансов отступило от злополучной „традиции“: заем был выпущен из 6⁰/₀ *à pari*.

Та же политика наблюдается в истории кредита *Италии*: за 10 лет (1860—70 г.) было заключено долгов на 5.862 м., а выручено 2.691: потеря в 3.161 м! Во время войны 1914—18 г. эмиссионный курс займов был ближе к номинальному: в 1915 г. 4¹/₂⁰/₀ по 93—95, в 1916—20 г. 5⁰/₀-ные займы по 97¹/₂, 90, 86¹/₂, 86¹/₂.

Русские займы в XIX в. были в громадном большинстве случаев низкопроцентные, свидетельствуя о подчинении финансового ведомства иностранным и туземным банкирам, особенно пресловутые 5⁰/₀ Гурьевские займы 1820 г. у Беринга и Голе и 1822 г. у Ротшильда: первый был уступлен по 72, а реально выручено еще меньше — 68,3 (27,35 м. вместо 40 м.), второй реализован по 77¹/₂: обязавшись на 43 м. р., казна выручила 31,2 м. В 60-х годах 5⁰/₀ англо-голландские займы выпущены по 83¹/₂ и 83, т. е. из 6¹/₂⁰/₀ реальных. То же мы видим при Вышнеградском (см. ниже о конверсиях). Скандально низок был эмиссионный курс выпущенного накануне созыва 2-ой Думы займа 1906 г., выручка которого за всеми расходами составила всего 80,5 (670¹/₂ м. вместо 843 м.), а реальный процент — 6,64⁰/₀, и 4¹/₂⁰/₀-ного займа 1909 г., давшего 439 м. вместо 525, т. е. убыток на реализации в 86 м. р. Из современных

1) Jèze, p. 112, заимств. из Vührer. Histoire de la dette publique.

займов С. С. С. Р. крестьянский выигрышный заем выпущен по чрезвычайно низкому курсу 85 в целях привлечения и приучения крестьян к госуд. займам.

§ 6. Освобождение облигаций госуд. займов от налогов.

В числе мер, к которым прибегает государство для привлечения капиталов в государственные займы, серьезную роль играло в прошлой истории кредита и играет теперь в ряде стран освобождение облигаций государственных займов от налогов или „*фискальный иммунитет*“. Эта льгота была предметом продолжительной парламентской борьбы и литературной полемики, главным образом, во Франции: вопрос дебатировался с юридической, социальной и финансово-политической стороны. Юридический спор о праве государства облагать ренту вообще и иностранных кредиторов в частности мы оставим пока в стороне (см. последнюю главу) и остановимся на финансовой стороне проблемы ¹⁾.

Держатели государственных займов могут быть освобождены от всех налогов или только от некоторых из них, например, от налога на доход от денежных капиталов или от налога на переход их из рук в руки; льгота эта может быть дана на определенный срок или на неопределенное время.

Освобождение от налогов имеет целью усилить спрос на заем и эмитировать его по более высокому курсу; действительно, подписчики и биржа учитывают податную льготу: так, например, 3%-ные облигации О-ва Северных жел. дорог, выпущенных в Бельгии, котировались на бирже значительно выше (на 11 — 31 фр.), чем выпущенные во Франции и подлежащие 4%-ному налогу; очевидно, что разница объяснялась капитализацией налога. Правда, амплитуда колебаний этой разницы (11 — 31 фр.) показывает, что на нее влияли другие факторы; влияние налога часто затуманивается ими, как, например, в изменениях курсов французской ренты, свободной от налога, и подлежащих ему железно-дорожных облигаций с 1857 по 1893 г. (как показал Кост в комиссии 94 г. о подоходном налоге). Но из того, что другие силы действуют в противоположном направлении и затемняют видимое влияние данной силы, не следует, что она не действует: свобода от налога отражается на курсе, а отмена льготы ведет к потере на курсе, хотя и то, и другое далеко не пропорционально капитализованному налогу.

„Высокий курс освобожденных от налогов займов, настаивают защитники льготы, позволяет скорее конвертировать их, чем равнопроцентные им займы, подлежащие обложению“; чаще всего они сразу выпу-

¹⁾ Jèze Cours III. La technique du crédit public, ch. V: L'immunité fiscale и ero же ст. L'immunité fiscale des titres de la dette publique. Rev. de sc. et de législ. fin. 1923, № 3 et 4, 1924, № 1.—E. Milhaud. L'imposition de la rente 1908.—Leroy-Beaulieu, ch. XI.—Seligman. Income tax и др.

скаются из более низкого процента. Наконец, высокий курс ренты влечет за собой повышение курса всех других фондов.

Но все эти доводы — самообман: государство выгадывает на курсе или проценте никак не больше, а чаще всего меньше, чем теряет на налоге даже в том случае, если льгота ограничивается определенным налогом и небольшим сроком: биржа и подписчики никогда почти не учитывают *всей* капитализованной стоимости льготы.

Если же иммунитет распространяется на все налоги вообще или на общеподоходный и другие личные налоги, то невозможность точного учета получаемой выгоды не позволяет полностью уравновесить ее в условиях займа. Самое главное возражение, однако, против податного иммунитета заключается в *изменении ставок* налогов: поскольку налоги на доход и капитал в большинстве стран растут с течением времени, постольку держатели свободных от налогов облигаций получают от государства подарок, так как будущие изменения не могли быть учтены в момент эмиссии.

Что касается роста других фондов под влиянием роста курса государственной ренты, он не может служить доводом в пользу иммунитета, так как имеет место и при обложении ренты, а при иммунитете курс их все-таки остается ниже курса ренты на приблизительно соответствующую капитализованному налогу сумму: если рента повысилась, скажем, с 90 до 100, то подлежащие налогам железно-дорожные облигации поднимутся с 80 до 90.

Поэтому, нельзя не согласиться с почти единодушным выводом о нежелательности указанной льготы и об ограничительном ее толковании, если она введена.

В истории кредита фискальный иммунитет встречается преимущественно при внешних займах государств со сравнительно слабой кредитоспособностью, являясь требованием *sine qua non* иностранных кредиторов; внутренние займы тоже часто освобождались прежде от налогов (по крайней мере специальных). С течением времени, однако, наблюдалась вплоть до минувшей войны в государствах с солидным кредитом тенденция против иммунитета.

Во Франции при старом режиме иммунитет был частым явлением: по отношению к *vingtièmes* и другим прямым налогам (*retenues et impositions*) освобождение от них облигаций государственных займов было правилом: из 87 займов, оставшихся к 1789 г., ни один не подлежал налогам — *impositions proprement dites*; но большинство этих займов (61) подлежали особому, созданному в 1764 г. 10⁰/₀-ному сбору с денежных доходов — „*la retenue*“, поступавшему в кассу погашения государственных долгов.

Во время революции Мирабо, стремясь рассеять опасения и недоверие ренты, настаивал на полном иммунитете государственных займов, но конституанта не шла так далеко: решительно высказываясь против специального обложения государственных займов в форме *retenue*, напавшей на старый режим, она настаивала на обложении рентыеров, на ряду с другими гражданами, соответственно их платежеспособности (резолюция 4 декабря 1790 г. и закон 5 дек. об обложении ренты *droits*

d'enregistrement). В конвенте сторонники обложения ренты восторжествовали и настояли в 1793 г. на привлечении ее к платежу поземельного налога путем вычета (20%) при платеже процентов. При обеспечении ассигнатов для рентьеров было довольно безразлично, облагались или нет облигации. Закон VI г., создавший „*tièrs consolidé*“, провозгласил свободу ренты от „всяких настоящих и будущих вычетов“ (*retenue*), а не от всяких налогов, сохранив гербовый и другие сборы. С финансовой точки зрения эта льгота не представляла тогда интереса, так как других ценных бумаг почти не существовало, равно как и налога на доход от денежных капиталов.

Но с 1872 г., когда был введен этот налог, освобождение от него ренты приобрело громадное значение: оно „представляло чистый подарок рентьерам за счет плательщиков налогов“ (*Jèze*). Министр финансов Magne оправдывал льготу финансовыми соображениями: „облагать ренту... это значит обезопасить товар, который собираешься продавать. Разве не известно всякому, что... рента тянет за собой все другие ценные бумаги (*est le remorqueur de toutes les valeurs*)? Когда поднимается курс ренты, другие бумаги следуют за ее повышательным движением. Следовательно, оберегать и польгочивать (*menager*) ренту — это значит принести пользу держателям других фондов“. Мы уже указали выше на ошибочность приведенного суждения. Леруа-Болье, будучи противником податного иммунитета вообще, оправдывает его в данном случае предстоящими крупными займами, воспоминанием о прежних нарушениях государством своих обязательств и надеждой на возможность скорых конверсий. Мне кажется, что ни одно из приведенных соображений не может служить оправданием: вместо льготы можно было предложить более высокий %, что еще более ускорило бы конверсии; опасения же банкротства не ослабляются никакими податными льготами. Единственным оправданием ее было бы преувеличенное представление биржи о предстоящих высоких налогах, понижающее курс ренты на сумму большую, чем эти капитализованные налоги. Было ли такое положение в 1872 г., судить трудно.

В дальнейшей истории требования обложения ренты постоянно раздавались в парламенте и литературе, в связи с проектом подоходного налога, при чем с 90-х годов к радикалам присоединились в этом вопросе многие правые депутаты: они рассчитывали, что уравнение ренты с другими фондами в податном отношении заставит осторожнее относиться к повышению налогов на доход от денежных капиталов: „мы будем спокойны“, говорил, по словам Рувье, один банкир, „так как министры финансов и законодатель пораздумают (*у regarderont à deux fois*), прежде чем повысить ставку налога с движимых имуществ“. То же писал Леруа-Болье. Поэтому и парламентская комиссия 1894 г. и консервативный кабинет в 1896 г. рекомендовали подвергнуть ренту налогу, но безуспешно: эти предложения наталкивались на упорное сопротивление. Каю включил ренту в число объектов проектированного им шедулярного подоходного налога, но этот проект не прошел в сенате, а в 1913 г., под влиянием падения курса ренты, правительство (Барту) отвергло идею обложения ренты „в настоящем и будущем“, и, в част-

ности, сохранило иммунитет для предполагавшегося им 3⁰/₀ займа, но на этом вопросе министерство потерпело поражение, и Кайо, снова став министром финансов, стал энергично проводить свой проект; однако и на этот раз сенат воспротивился обложению ренты. Выпущенный накануне войны 16 июня 1914 г. 3¹/₂⁰/₀-ный срочно погашаемый заем подлежал налогу с движимых имуществ.

Во время войны Рибо выпускал займы, свободные от налогов, и несмотря на заявления его, что льготы не распространяются на глобальный подоходный и наследственный налоги, большинство держателей толковали льготу распространительно и в декларациях доходов от ренты не показывали.

Податной иммунитет не распространяется во Франции на облигации казенных железных дорог, приравненные к облигациям частных дорог, и к особым займам почтово-телеграфного ведомства, разрешенным ему законом 1923 года.

Англия освобождала в XVIII веке государственные займы от land tax и других налогов, но в первом же законе об общеподоходном налоге 1799 г., рентьеры были подвергнуты ему. Когда Аддингтон выработал проект шедулярного подоходного налога в 1803 г., доход держателей государственных займов подвергся обложению по шедуле С; то же и в законе 1842 г.: податного иммунитета в Англии не было до войны 1914—18 г.

Во время войны раздавались предложения освободить военные займы от налогов, но правительство отклоняло их; одна только льгота была допущена в законах 1915—18 г.: мелким подписчикам на займы (до 200 ф.), зарегистрированным поименно, а затем (1917) и всем зарегистрированным подписчикам проценты выдавались без учета подоходного налога, но эти проценты не исключались из общей суммы их дохода, если он подлежал налогу; таким образом, лица, не подлежавшие налогу, не были принуждены к внесению возвращаемой им впоследствии суммы. Описанная „льгота“ для богатых лиц оказывалась убыточной при повышении ставок подоходного налога, так как им приходилось уплачивать налог спустя полгода—год, когда ставка была выше, чем в моменты платежа им процентов. В 1919 г., при выпуске Victory bonds вернулись к обычному порядку взимания налога путем вычета, за исключением именных записей до 5 ф. в почтовых учреждениях, а в 1920 г. и эта льгота была отменена в виду замеченных злоупотреблений.

Освобождение от налогов применялось в Англии по отношению к самым мелким сбережениям трудового населения — war savings certificates до 500 ф. (1916) и savings certificates (Savings bank act 1920); но затем была создана специальная категория свободных от подоходного (основного) налога 4⁰/₀-ных National war bonds, на ряду с 5⁰/₀-ными, подлежавшими обложению. Таким образом, здесь податная льгота учитывалась в проценте. Точные расчеты показали сравнительные выгоды подписки на 5⁰/₀ и 4⁰/₀ N. war bonds; для большинства 4⁰/₀-ные облигации с иммунитетом оказались невыгодными. Итак данная льгота оказывалась за компенсацию (отсюда название этих N. war bonds не „tax free“, а „tax compounded“) и притом на краткий срок, так как срок национальных бонов был 1929—42.

Все предложения (Times'a и др. органов) более широкого иммунитета для военных займов не встретили сочувствия правительства и парламента.

В Италии закон 1861 г. о „Большой долговой книге“ запрещал *специальные* налоги с облигаций государственных займов; хотя это запрещение не мешало подвергнуть их общим с другими капиталами налогам; в 1864 г. их исключили из числа объектов подоходного налога, и только в 1868 г. сторонникам обложения удалось настоять на их включении. В 1894 г. правительство пошло дальше и подвергло государственные займы даже более высокому обложению (20%), чем прочие денежные капиталы: это было уже нарушением провозглашенного в 1861 г. принципа. С тех пор ряд конверсий (1894, 1902, 1906 г.) освободил большую часть государственных долгов от подоходного налога *за соответственное понижение процента*. Во время войны 1914—1918 г. и после нее все займы выпускались с податным иммунитетом; в настоящее время все долги консолидированные (за исключением ничтожного 3% займа в 160 м. лир) и текущие свободны от обложения.

Однако, эта льгота касается только налогов на доход от денежных капиталов и на переход движимых имуществ, но не распространяется на личные налоги — глобальный подоходный 1922 г., чрезвычайный поимущественный 1919 г. и семейный налог, при чем держатели обязаны декларировать свой доход от государственных займов. §

Во избежание неправильных деклараций Джолитти провел в 1920 г. закон о превращении всех облигаций государственных (коммунальных и провинциальных) займов в именные, но Муссолини после произведенного им переворота отменил, в угоду капиталистам, этот закон.

В Соединенных Штатах вопрос об освобождении государственных займов от налогов ставился сначала лишь с конституционной точки зрения — о праве штатов облагать облигации займов, выпущенных федерацией, — и был решен отрицательно. Так же отрицательно отнеслись суды к обложению займов отдельных штатов федеральным подоходным налогом 1862 г. и в проекте 1894 г. В 1913 г., когда был введен федеральный подоходный налог, облигации федеральных займов были освобождены от „нормального“ (основного) налога в виду того, что они находились в руках банков и служили, следовательно, обеспечением их эмиссии.

Во время войны правительство, стремясь произвести эффект блестящим успехом займов, освободило облигации 1-го займа от всех налогов, за исключением налогов с наследств; при 2-м займе иммунитет был сокращен: он не распространялся уже на дополнительный (прогрессивный) подоходный налог и налог с сверхприбыли и военной прибыли (excess profits duty), то же при 3-м займе; облигации 4-го займа, до 30 тыс. долл., были освобождены на время войны и два года по ее окончании от дополнительного подоходного налога. Victory notes 1919 г. подлежали тем же льготам, что и 2-й и 3-й займы. Тем же иммунитетом пользовались и текущие долги.

Указанные льготы вызвали в американской литературе суровую и основательную критику со стороны проф. Селигмана ¹⁾ и многих других экономистов, указывавших на 1) чрезвычайную сложность и запутанность всех этих льгот, 2) непредвиденные подарки держателям при повышении ставок обложения, 3) крайнюю неравномерность льготы, особенно в отношении *supertax*, притом не только между богатыми и бедными, но и между различными группами богатых классов (в зависимости от доли государственных фондов в их имуществе). Отмена иммунитета от подоходного налога дала бы казне 660 мил. долл.

Свобода займов штатов и местных союзов от федерального обложения побуждает капиталистов помещать в них свои капиталы, уклоняясь таким путем от высокого (50⁰/₀-го) „дополнительного“ подоходного налога. Ценность таких, пользующихся иммунитетом, бумаг достигает уже 11 мд. долл. и растет с каждым годом, представляя серьезную опасность для финансов и народного хозяйства. Поэтому министр финансов Меллон предложил в 1921 г. поправку к конституции, запрещающую выпуск займов, свободных от налогов; это предложение встречает широкое сочувствие, но до сих пор не получило осуществления.

Мы видим, что фискальный иммунитет практиковался во многих странах и, за исключением Англии, получил широкое применение в минувшую войну, несмотря на серьезные возражения и порицание со стороны представителей финансовой науки: слишком сильно влияние банков и рентьееров на кредитную политику государств.

В истории русского государственного кредита, податной иммунитет не упоминался и не привлекал внимания, пока не появилось обложение денежных капиталов в 80-х годах: тогда стали освобождать отдельные займы от указанного налога.

В Советской России освобождение от налогов государственных займов тоже широко практикуется: так, например, облигации сахарного займа освобождены были от обложения „какими бы то ни было налогами и сборами государственными и местными“ (ст. 6 пост. ЦИК СССР от 15-го ноября 1923 г.); точно также облигации *крестьянского* выигрышного займа не подлежат обложению каким бы то ни было общегосударственным или местным налогом и сбором (ст. 11 Пост. ЦИК от 19 марта 1924 года).

§ 7. Условия, определяющие высоту процента и курса ²⁾.

Государство конкурирует, выпуская свои займы, с другими государствами, с акционерными компаниями, выпускающими облигационные займы.

¹⁾ E. Seligman. La liquidation financière de la guerre aux Etats Unis. Rev. de sc. et de lég. fin. 1920.

²⁾ E. Kimmich. Die Ursachen des niedrigen Kursstandes deutscher Staatsanleihen. Münch. volksw. Studien № 77 (1906).

с землевладельцами, закладывающими свои имения, и другими хозяйственными субъектами, ищущими денег. Условия, влияющие на высоту процента, надо прежде всего искать в рыночной конкуренции: хотя нельзя забывать, что государство не равный конкурент, так как оно может облегчать или затруднять своим соперникам реализацию займа, все-таки оно должно считаться с экономическими условиями свободного рынка капиталов, влияющими на установление процента. Высота последнего зависит от доверия к политической и экономической солидности данного государства: страны экономически слабые или с неустойчивым политическим режимом принуждены выпускать займы по более высокому проценту, чем страны с прочным положением. Но момент политический играет главным образом роль в ненормальные бурные эпохи войн или революционных потрясений; обычно же политическая жизнь мало влияет на уровень процента. В двух государствах, в которых политические условия совершенно одинаковы и устойчивы и относительно которых нет никаких сомнений в платеже по долгам, процент по займам бывает часто совершенно различен. Объясняется это тем, что экономические условия их различны, и эти национально-экономические особенности, несмотря на международный характер государственного кредита, отражаются на проценте или курсе их займов.

К этим условиям нужно прежде всего отнести *взаимную конкуренцию публично-правовых союзов*. Так, например, в *Германии* на биржах публиковали займы многочисленных государств, входящих в федерацию; их конкуренция вредно отражалась на курсе государственных займов не только вследствие частоты их, но и вследствие разнообразия их условий, так как изменения курса одного из них отражались на курсе других. В *Англии* конкуренцию займам метрополии составляют займы колониальные и доминионов, которыми часто пресыщен лондонский рынок.

Коммунальные займы являются вторым элементом конкуренции, и то же главным образом в *Германии*, где коммунальный кредит децентрализован, раздроблен и являлся на рынке в виде многочисленных облигаций серьезным соперником государственному кредиту: в 1902 году на берлинской бирже котировались коммунальные облигации 189 городов. Особенно заметна их конкуренция в периоды повышения рыночного процента, так как они тотчас переходят к более высокопроцентному типу. Сбыт этих бумаг затруднителен и причинял нередко эмиссионным банкам убытки, несмотря на предоставленные им законом льготы (принятие в залог по казенным поставкам, помещение в них сиротских и других подопечных капиталов — *Mündelsicherheit*).

Во *Франции* и в *Англии* коммунальный кредит не является конкурентом государственному, так как он в значительной степени централизован — во *Франции* в руках *Crédit foncier*, который выдает общинам долгосрочные и краткосрочные ссуды, а сам выпускает от своего имени облигации; в *Англии* особое правительственное учреждение — *Public works loans board* — принимает на себя реализацию местных займов на производительные цели. В *России* земский городской кредит был слишком слабо развит, чтобы представлять опасную конкуренцию государственным займам.

Третьим конкурентом в странах богатых свободными капиталами являются облигации *иностранных государств*. Среди этих стран перед войной на первом месте стояла Франция, которую Pallains справедливо назвал „банкиром Европы“. На биржах ее котируются многочисленные займы иностранных государств и иностранных частных предприятий.

Следует различать займы: а) выпущенные на внешнем рынке и б) внутренние займы, облигации которых попадают в руки иностранных капиталистов и котируются на иностранных биржах. Первые заключаются государствами, внутренний кредит которых ниже внешнего (б. Россия, Австрия) или почти отсутствовал (Турция, Египет, некоторые южно-американские республики). Облигации последней категории (экзотических) стран, нередко не имевших возможности платить по долгам, представляли довольно рискованное помещение капитала, и тем не менее они наполняли перед войной международный фондовый рынок. Это объяснялось отчасти выгодой, получаемой от их реализации эмиссионными банками, монополия которых становилась все более чувствительной во Франции. Впрочем, нужно заметить, что улучшение финансов некоторых из этих государств благодаря международному контролю привело к значительному повышению курса их бумаг (Аргентина).

На ряду с иностранными займами, выпущенными на лондонской, парижской и других биржах, там котируются также займы, выпущенные в туземной валюте (внутренние) государств-должников, но находящиеся в руках капиталистов страны кредиторов: чем более международный характер получает денежный рынок, тем более разница в рыночном проценте, гонит фонды в страны, изобилующие деньгами: французский рентьер оценивал облигации русских займов выше, чем русский капиталист, получавший по вкладам и другим помещениям более высокий процент. Однако полного равенства с туземными бумагами курс иностранных бумаг не достигает в силу нескольких причин: круг покупателей иностранных бумаг все-таки меньше, чем для туземных займов; каждая биржа имеет свои национальные особенности, более благоприятные для туземных бумаг; биржевые и иные сборы выше для иностранных ценностей; неизвестность экономических условий кредитующейся страны, технические неудобства, наконец политические соображения создают разницу между равнопроцентными туземными и иностранными займами. Поэтому, как только улучшается финансовое и экономическое положение государства-должника, происходит отлив его бумаг на родину: так, Италия выкупила свои займы в 90-х годах с французского рынка. Но на смену уходящим бумагам являются новые займы более бедных государств, поддерживая спрос на капитал.

В Германии большую роль играла конкуренция государственным займам *ипотечного* кредита, в противоположность Франции, где собственность раздроблена, земельная задолженность не велика, сосредоточивается в руках нотариусов и где ипотечные бумаги не играют роли на бирже.

Многие немецкие экономисты нападали на ипотечную систему Германии, видя в ней причину земельной задолженности, поощрение спекуляции (Фуке, Эберштадт). Но вряд ли следует искать средств против

спекуляции в изменении прекрасно действующей системы германского ипотечного кредита.

Успеху ипотечных бумаг в Германии, ставших там излюбленной процентной бумагой, способствуют, во-первых, правовые привилегии, которые предоставлены этим бумагам (*Mündelsicherheit*), а затем провинциальные банкиры, через которых действуют ипотечные банки, выдавая им за содействие в размещении ипотечных бумаг высокую провизию, а также предоставляя ряд других преимуществ, как-то: беспроцентный контокоррент и проч. В 1902 году прусское Управление по делам сельского хозяйства пыталось ограничить их провизию $\frac{3}{4}\%$, но не прошло несколько месяцев, как это постановление было нарушено и пришлось повысить провизию до 1% и выше.

И все-таки главной причиной более высокого процента по займам в Германии сравнительно с Францией и Англией, столь смущавшего немецких экономистов, были не указанные обстоятельства, а быстрое *промышленное развитие* страны и значительный спрос на капитал со стороны индустрии ¹⁾.

Воздействие государства на курс своих займов ²⁾.

Государство может прибегать для улучшения своего кредита и поддержки курса своих займов к мерам, доступным частным лицам и учреждениям, но также к мерам *принудительного* характера.

К первым относится приспособление условий займа к вкусам и привычкам держателей бумаг: в каждой стране есть излюбленные типы облигаций, и выпускающее заем государство стремится идти навстречу держателям, выпуская займы ходкого, привычного типа. Понижение купюр, рассрочка платежей и другие приемы демократизации кредита способствуют увеличению спроса на государственные займы; к ним же относится развивающаяся практика записи в государственную Долговую книгу.

Как субъект публичного права, государство может оказывать своим кредиторам ряд льгот по сравнению с займами частных лиц: оно может освобождать свои облигации от налогов и гербовых сборов, предоставлять преимущественные права по залогу в государственных кредитных учреждениях, предоставляя им право выдавать по ссудам под государственные бумаги большую долю их стоимости, чем под частные бумаги. Государство нередко возлагает на акционерные компании или страховые общества обязательство держать свои запасные капиталы частью или полностью

¹⁾ Этому вопросу посвящено много работ: см. кроме Kimmich'a, *Wolf. Vorschläge zur Hebung der Kurse deutscher Anleihen* 1911.

O. Schwarz. D. Kurse d. deutschen Reichs- und Staatsanleihen 1911. G. Cohn и др. в *Bank-Archiv* 1912 и 13 г. доклады на съезде банкиров 1912 г. A. von Domböis. *Der Kursstand deut. Staatsanleihen* 1911 г. Lansburgh. *D. Nettorente d. Staatsanleihen. Die Bank* 1911, № 11.

²⁾ Литер., указанная в предыдущем §, а также A. Lansburgh. *Geeignete u. ungeeignete Mittel zur Hebung des Kurses der Staatspapiere. Die Bank* 1912. H. 9 — 10.

в государственных бумагах и таким образом искусственно повышает спрос на них; к указанной мере прибегло советское правительство в целях размещения последних займов. В Соединенных Штатах выпуск банкнот национальными и другими банками обеспечивался до реформы 1913 года депонированием на соответствующую сумму в государственном казначействе облигаций государственных займов: эта мера приводила к искусственному спросу на эти облигации и позволила понизить процент по ним до 2⁰/. Государственные сберегательные кассы являлись во Франции и в России значительным фактором в размещении государственных займов: у нас они стягивали мелкие сбережения в железнодорожные займы.

Государство может прибегать и к мерам *косвенного* воздействия на курс своих займов путем *ограничений* для помещения капитала в *другие* бумаги: мы выше говорили о конкуренции коммунальных ипотечных и иностранных займов; в целях ограничения ее Вольф и Лансбург рекомендовали сократить привилегии ипотечных банков, но эти требования сталкивались с интересами аграриев, пользовавшихся особым покровительством германского правительства. Другие требовали ограничения коммунальных займов, но последнее шло бы в разрез с интересами местного самоуправления: необходима была централизация, а не ограничение коммунального кредита. Что касается иностранных займов, ограничение их конкуренции достигается более высокими ставками налогов и сборов с них, но в этом отношении необходима особая осторожность, так как иностранные бумаги, необходимые для арбитража, представляют источник благоприятного платежного баланса, особенно важного в моменты экономических кризисов или войн; к тому же, поддержка иностранных займов служит важным политическим целям: поддержке дружественных держав или содействию предприятиям, расширяющим рынок экспорта товаров (например, займы в Германии для постройки Багдадской дороги, большинство иностранных займов, реализуемых в Англии).

§ 8. Изменения процента по государственным займам в XIX и XX веках.

Бросая беглый взор на изменение процента в истории, мы видим что на ряду с экономическими циклами, в течение которых повышается и понижается курс, политические кризисы и войны не менее резко отражаются на нем. Чем более развивается экономическая жизнь, тем больше пертурбаций испытывают курсы государственных бумаг, но зато тем большая международная солидарность устанавливается на биржах. В XIX веке можно различить *пять* периодов в изменении курса фондов: 1) во время наполеоновских войн процент повышается, а курс понижается, особенно в центральной Европе, 2) с 1815 года наступает долгий период улучшения кредита и повышения курса; в Германии производится ряд

конверсий, и даже во Франции условия кредита в 30-х годах улучшаются, 3) третий период с 1844 по 1870 год характеризуется войнами, революциями, начиная с французской, и постройкой железных дорог, что ведет к повышению процента, 4) четвертый период с 1870-х г. до середины 1890-х годов — период понижения процента и повышения курса; государства Европы постепенно погашают свои займы и производят обширные конверсии, понижающие процент. Максимального уровня курсы достигли в 90-х годах, 5) но с тех пор началась *понижительная тенденция*, наблюдавшаяся во всех странах: фонды падали и в великих державах, делающих международную политику, и в малых государствах; понижались курсы займов, размещенных в твердых руках, и займов, обращавшихся на биржах и оставшихся в руках спекулянтов ¹⁾.

Итак понижительное движение курсов отличалось поразительной универсальностью ²⁾. Каковы же были его причины? Нельзя объяснять его только условиями денежного рынка и учетным процентом: хотя колебания последнего влияют на курс фондов, но они составляют один из многих факторов последнего. Краткосрочный и долгосрочный кредит развиваются далеко не всегда параллельно, тем меньше параллелизма между краткосрочным учетным кредитом и государственными займами: последние выпускаются в моменты нужды и государство не может всегда сообразоваться с условиями денежного рынка, как бы ни были невыгодны его условия. Поэтому не рынок руководит выпуском государственных займов, а наоборот, спрос на капиталы со стороны государства или, иначе говоря, предложение фондов руководит рынком в количественном отношении. Хотя с окончанием войн курсы государственных займов постепенно выравниваются, но государства спешат использовать улучшение курса для консолидации текущих долгов и для новых производительных займов, препятствуя таким образом значительному повышению курса. Это приводит профессора Боголепова к парадоксальному положению, что „понижительное движение является результатом повышательного“. Итак основная причина понижения фондов заключалась в *предложении*, в громадных эмиссионных операциях, вызванных войнами англо-бурской, русско-японской и другими, а также займами *новых* заокеанских стран.

¹⁾ См. М. И. Боголепов. К вопросу о понижении государственных фондов за границей и в России. Вестн. фин. 1911, № 51—2. P. Wallich. Beiträge zur Geschichte des Zinsfußes von 1800 bis zur Gegenwart I. f. N. Oek. u. St. 1911, sept.

²⁾ А. Н. Gibson (The fall of consols and other investments after 1897. 1908) пытается доказать, что причина падения курсов заключалась в „ненормальном“ понижении процента при конверсии Гошена в 1888 г. Исходя из курьезной теории процента (yield), как частного отделения 100 на *средний рабочий возраст* жителя $\left(\frac{100}{32_{28}}\right)$, он считает, что процент не должен нормально опускаться ниже 3%;

в 80-ых и 90-ых гг. понижение его объяснялось превышением ввоза над вывозом (т. е. промышленной депрессией. В. Т.) и усиленной покупкой консолей за счет сберегательных касс (savings banks); Гошен напрасно, мол, использовал для конверсии временное и искусственное повышение курсов консолей.

Вряд ли стоит опровергать эту странную „теорию“, игнорирующую влияние англо-бурской войны на курсы и проценты и слишком откровенно отражающей интересы рентьеров.

Но кроме указанной причины на понижение курсов влияла и другая — конкуренция фондам со стороны *дивидендных* бумаг: прошло то время, когда государственные фонды были излюбленным помещением капиталов, как самые прочные и верные бумаги; рентьер стал стремиться к большей доходности помещения капитала, хотя бы она была связана с некоторым риском, он стал смелее — его не пугала уже акция. „Чтобы лучше есть, он готов был плохо спать“. Это изменение в психологии рентьера, прогрессивное с точки зрения производительных сил, находилось, по мнению многих немецких исследователей, в связи с замечавшимся всюду *вздорожанием жизни*: сокращение реального дохода, вызванное растущей дороговизной в XX-м веке, побуждало энергично стремиться к увеличению дохода. Но вздорожание жизни приводило и другим путем к предпочтению дивидендных бумаг перед фондовыми: повышение цен всех товаров увеличивало цену продукции промышленных предприятий, а следовательно, сумму их прибылей и высоту дивидендов; поэтому ценность дивидендных бумаг росла с общим повышением цен, тогда как доходность и ценность фондов оставалась неизменной, иначе говоря реальный доход их падал. Вот наиболее вероятные причины наблюдавшегося вплоть до войны 1914—1918 года всеобщего понижения курсов государственных займов.

Минувшая война привела к невиданному до того в истории „дренажу“ капиталов и к значительному повышению процента в странах, сохранивших металлическую валюту: в Соед. Штатах, в Англии, в ряде нейтральных государств.

Первый военный заем С. Штатов был выпущен из $3\frac{1}{2}\%$ (al pari) 2-й из 4% , 3-й и 4-й из $4\frac{1}{2}\%$, 5-й „заем Победы“ из $4\frac{3}{4}\%$. Процент по текущим долгам (Treasury notes and certificates of indebtedness) достигал и более высокого уровня: в 1921 г. они выпускались из $5\frac{1}{2}\%$ и даже $5\frac{3}{4}\%$, и только с 1922 г. процент стал быстро падать ¹⁾.

Проф. Селигман ²⁾ и некоторые другие экономисты находят, что процент по займам был слишком низкий, что ради этого казне пришлось стать в тесную зависимость от банков и чересчур расширить текущий долг, вызвавший (кредиторов) инфляцию. Нам кажется, что раз была возможность получить следуемые суммы al pari из невысокого $\%$, вряд ли следовало бы повышать его в ущерб бюджету и промышленности; что касается широкого пользования сертификатами, мотивом тому было именно нежелание резкого „дренажа“ капиталов с денежного рынка.

Повышение процента происходило и в Англии: с $3\frac{1}{2}\%$ (по курсу 95) в 1914 г. до $4\frac{1}{2}\%$ при 2-м военном займе 1915 г. и до 5% по курсу 90 в 1917 г.; национальные военные бонны выпускались из 5% (1917—18), *если не были свободны от налогов*; „exchequer bonds“, выпущенные в октябре 1916 г., дошли даже до 6% . Высота $\%$ мотивировалась (Бонар Лоу) необходимостью поддержки платежного баланса и привлечения

¹⁾ Ann. Report of the secr. of the treasury f. 1922, p. 129—130.

²⁾ E. Seligman. Les finances publiques des Etats Unis. Rev. de sc. et de législ. fin 1922 (в его Essays in taxation, p. 776, мы не видим столь отрицательного отношения).

капиталов. Только теперь в 1924 г. начинается обратный процесс, открываемый предложенной конверсией 5% займа в $4\frac{1}{2}$ %-ый.

В странах континентальной Европы, участвовавших в войне и сразу прекративших у себя размен, бумажная эмиссия и инфляция создала искусственное обилие денег и затемнила нормальное влияние военных займов на уровень процента: так в Германии 5%-ные держались почти *al pari* в течение всей войны. Во Франции, несмотря на значительную эмиссию, займы обходились дорого: 5%-ные займы 1915 и 16 г. давали *реальный* процент в 5,7%₀, 4%₀ заем 1918 г. 5,83%₀; в Италии процент поднялся с $4\frac{1}{2}$ до 5%₀, а эмиссионный курс опустился с 97 до 86 $\frac{1}{2}$; в России дошли до $5\frac{1}{2}$ % при курсе 95. В последних двух странах, при их бедности капиталами, этот процент был ниже рыночного, что объясняется двумя причинами: финансовой помощью союзников и бумажно-денежной инфляцией, от которой Европа начинает освобождаться только в нынешнем году. Только с переходом к твердой валюте обнаружится, насколько война истощила Европу: % на ссудные капиталы достиг чрезвычайной высоты, что должно невыгодно отразиться и на государственном кредите.

СПбГУ

ГЛАВА IV.

Конверсии ¹⁾ и погашение госуд. долгов.

§ 1. Понятие, задачи, экономическое значение, принципы и техника конверсий.

Под *конверсией* разумеется вообще *изменение условий государственных займов*; конверсия состоит в замене одного типа займа другим; погашая один долг, она создает другой. Можно бессрочный долг заменить краткосрочным и обратно, текущие долги заменить займами, понизить процент по займам или изменить капитальную сумму долга — все эти разнообразные операции являются частными видами конверсии.

Конверсия может быть *принудительной* или *добровольной*. Принудительные конверсии представляют собой, в сущности, особую форму частичного банкротства; примеры их мы видели в Испании и Португалии, прибегавших к принудительному понижению процентов или капитальной суммы долга; при старом режиме во Франции они были обычным явлением: Сюлли понизил процент по целому ряду займов с 6—7% до 5, Кольбер прибегал к тому же приему; в XVIII-м веке он применялся еще чаще. В настоящее время принудительные конверсии почти исчезли из финансовой практики и, как правило, конверсия производится по добровольному соглашению с кредиторами с соблюдением нерушимости приобретенных прав. Но добровольная конверсия может быть *обязательной* или *факультативной*. Под обязательной конверсией мы понимаем такую, при которой кредитору предлагается получить обратно долг или согласиться на новые условия займа: обязательность

¹⁾ v. Heckel. Konversionen Hdwb. d. Staats. B. V.; H. St. Marc Conversion. Grande Encycl. T. 12. Leroy-Beaulieu. II, ch. X.—Labeyrie. Théorie et histoire des conversions de rente 1878.—I. Chaulin-Servinière. Des conversions des rentes sur l'Etat. 1911. P. II.—B. Callière. De la conversion de la dette publique en France 1906.—A. Körner. D. Konversionen öffentlicher Schulden 1893.—G. Schanz. D. Konvertierung preuss. Staatsschulden. Fin-Archiv. 1885. Ströll. Ueber die neueste Konversionsära in Deutschl. I. f. N.-Oek. u. St. B. 13.

заключается в том, что он должен согласиться на предлагаемые изменения или отказаться от договора; добровольность — в праве выбора; права кредитора не нарушены; если новые условия для него не выгодны, он получает деньги обратно. При *факультативной* конверсии кредитору предоставляется право либо сохранить прежний процент, либо согласиться на понижение его, но, разумеется, с соответственной компенсацией в виде увеличения капитальной суммы долга: вместо 5%, напр., кредитор может согласиться на 4%, если номинальная сумма, предлагаемая в обмен, больше номинальной суммы конвертируемого долга, напр., если дается прибавка в 10 — 15 рублей на облигацию или за 9 облигаций 5-ти процентных дают 10 — 11 4%-ных. Кредитор выгадывает на капитале, теряя на проценте, и эта комбинация для него часто очень выгодна. Но именно потому факультативные конверсии редко представляют реальную выгоду для государства: увеличение капитальной суммы долга ложится бременем на будущие бюджеты.

Задачи конверсии.

1) Наиболее обычной целью конверсий является *понижение платежей* по государственным долгам; 2) на ряду с ней часто преследуется цель *унификации* государственного долга: такие конверсии имели место у нас при Витте. Выше уже указывалось, что унификация далеко не всегда необходима, и что ради нее напрасно прибегали нередко к конверсиям в низкопроцентные займы. 3) К конверсионным же операциям относится *консолидация* текущих долгов: нынешние конверсии в Англии и в Соединенных Штатах преследуют главным образом указанную цель; 4) в течение минувшей войны конверсионные операции производились при заключении *новых* займов: при подписке принимались не только наличные деньги, но и облигации предыдущих займов. Тут действовал особый мотив — стремление *поддержать курс прежних займов*. Зачем это делалось? Отчасти по соображениям „справедливости“: государство стремилось уменьшить убытки старых кредиторов на курсе облигаций при росте уровня процента по новым займам ¹⁾. Но на ряду с этими соображениями был и другой мотив: принимая облигации старых займов по определенному курсу, правительство предупреждало усиленное предложение их на рынке (со стороны держателей, желающих подписаться на новые займы), которое вредно отразилось бы как на частном, так и на государственном кредите и, в частности, на эмиссионном курсе новых займов: крупной жертвой в пользу держателей старых займов покупались лучшие условия для будущих.

В Англии такие конверсии начались уже со второго военного займа, при подписке на который принимались 1) облигации первого займа с небольшой приплатой наличными в 5 фунтов на 100, 2) консоли — по 75 фунтов номинальных за 50 фунтов нового займа, 3) 2 ³/₄ % аннуитеты по 67 за 50 и 4) 2 ¹/₂ % -ные аннуитеты по 78 за 50; по мне-

¹⁾ Британские правительства, говорит Мак Кенна, будут всегда держаться правила не ставить в затруднительное положение своих кредиторов... (Jéze, p. 80).

нию Джибсона, казна в конечном счете выгадывала: теряя временно на проценте ($\frac{3}{4}\%$), она выкупала консоли по $\frac{2}{3}$ номинала и получала право конвертировать их с 1925-го года. Облигации второго займа принимались *à pari* при подписке на все последующие, и не удивительно, что они почти все были предъявлены к конверсии.

И Франция практиковала при своих военных займах в широких размерах конверсии прежних: при подписке на первый рентный заем 1915-го года принималась до $\frac{1}{3}$ подписной суммы старая трехпроцентная рента по курсу 66, значительно превышавшему рыночный. Ту же практику конверсий мы встречаем и в Соединенных Штатах.

Экономическое влияние конверсий.

Наиболее обычный вид конверсий — понижение процента — отражается на всем денежном рынке и косвенно влияет на промышленную жизнь. Даже в случае неудачи конверсии, если значительная часть кредиторов, не соглашаясь на нее, берет обратно свои деньги, освобождаясь капиталы бросаются сначала в банки, а затем в частные фонды или дивидендные бумаги. Удачная конверсия не освобождает капитал для промышленного применения, но понижение процента по государственным займам отражается на общем уровне процента. На денежном рынке есть три типа основных „стандартных“ бумаг, определяющих курсы и процент по разным видам кредита: 1) закладные листы центральных ипотечных банков для долгосрочного кредита, 2) учитываемые в центральных эмиссионных банках векселя — для краткосрочного и 3) *государственные займы* — для *всех фондов*, т.е. для облигаций и других процентных бумаг частных промышленных предприятий. Конверсии государственных займов, следовательно, понижают ссудный процент к выгоде промышленности. Вот почему отказ от своевременной, „назревшей“ конверсии не только приносит убыток фиску и плательщикам налогов, являясь, по выражению Леруа-Болье, „грабежом“ (*acte de spoliation*), но вреден также с точки зрения интересов промышленности, в данном отношении противоположных интересам рентьеров.

Доводы против конверсий.

Рентьеры обычно протестуют против конверсий не только потому, что они сокращают их доход, но также потому, что они лишают его устойчивости, составляющей главную приманку государственных фондов для массы мелких держателей.

Юридические возражения против конверсий, на которых мы остановимся ниже, направляются против *досрочного погашения* государственных долгов. Но наряду с ними противники конверсий часто приводили „моральные“ возражения: государство не должно, мол, понижать процента из благодарности к кредиторам, пришедшим ему на помощь в трудную минуту; тот же мотив приводил в 70-х годах Гамбетта в своей речи против слишком „поспешного“ понижения процента. Но ведь капиталисты, ссужающие государство из нормального процента, никакой жертвы

не несут: смешно требовать благодарности за выгодное помещение капитала. Против конверсий приводят также и экономический довод: неуверенность при частых конверсиях в постоянстве дохода отражается на курсах государственных бумаг. Но это неудобство государство может значительно ослабить, отказываясь от повторения конверсий в течение определенного срока, напр., 5—10 лет.

Значительное давление, которое оказывают рентьеры на правительство, часто приводило к отсрочке возможных по рыночным условиям конверсий: в Англии в 30-х годах XVIII века, во Франции — в начале нынешнего века, в Пруссии в 90-х годах.

Принципы и техника конверсий.

Для того, чтобы конверсия имела действительный, а не дутый успех и с другой стороны принесла пользу государственным финансам, она должна быть произведена в надлежащий момент и отвечать ряду требований финансовой техники:

а) конверсия возможна и желательна, если курс государственных займов *превышает* *pari* настолько, что можно перейти к более низкому типу, и если указанное превышение имеет не случайный, а более или менее устойчивый характер; в этом случае ясно, что средний рыночный % ниже платимого государством и что медлить с конверсией нельзя.

б) Необходимым условием всякой конверсии является *простота*: Леруа-Болье справедливо говорит, что простота финансовых операций — самое важное их свойство, и всякие сложные, хитроумные комбинации, рассчитанные на спекулянтов, для финансов государства и народного хозяйства большей частью только вредны.

в) Наиболее желательным типом конверсии являются *обязательные* конверсии; факультативные конверсии редко представляют выгоду для фиска; большей частью они являются лишь одним из тех *expédients*, которыми государство временно облегчает свои платежи за счет увеличения капитальной задолженности. Но бывают случаи, когда такие конверсии при незначительности предлагаемой премии являются целесообразными; так, напр., английское правительство в нынешнем году предлагает держателям 5%-ного военного займа, срок которого 1929—47 год, конверсию его в 4 1/2%-ный заем сроком до 1940—44 г. по 103 фунта за 100; таким образом держатели понижают свой доход на 4 5/8%, но зато обеспечиваются от конверсии до 1940 года; выгода для них не особенно велика, и сомнительно, чтобы значительная часть держателей согласилась на нее; но правительство ограничило сумму конверсии 200 мил., т.-е. 0,1 суммы займа, и позволительно надеяться, что на эту сумму конверсия осуществится. (*Economist* 1924, April 5).

г) Основной принцип конверсии, пишет Кальер, это — *искренность* предложения возврата долга в случае несогласия кредитора на конверсию, а для этой цели необходимо обеспечить себя заранее некоторой суммой для возврата долга отказывающимся от конверсии: эта запасная сумма большей частью составляет от 1/20 до 1/10 суммы конвертируемых займов. Если нет достаточной свободной наличности, то для этой цели

пользуются выпуском краткосрочных обязательств казначейства. В настоящее время не требуется заявления кредитора о согласии на конверсию: молчание принимается за знак согласия, и наоборот: для отказа от конверсии требуется заявление в определенный, большей частью краткий, срок, по истечении которого все, не заявившие о несогласии, признаются согласившимися.

д) Если государство серьезно намерено конвертировать, а не погашать заем, оно должно предложить условия несколько более выгодные, чем средний рыночный $\%$: положим, что 4% -ные бумаги стоят *à pari*; если государство предложит конверсию 5% -ных займов в 4% -ные *à pari*, многие могут отказаться от конверсии; нужно, чтобы реальный $\%$, предлагаемый государством, был несколько выше 4; для этого 4% -ные облигации выпускаются по курсу чуть-чуть ниже *à pari*, напр., по 98 или 99; вместо этой разницы на курсе применяются иногда некоторые льготы по уплате процентов, по приему в залоги и т. п.

§ 2. Виды конверсий.

Следует различать два основных вида конверсий: а) конверсии, изменяющие *объект* займа, и б) конверсии, изменяющие *срок* или какие-либо другие условия.

Первая категория может состоять: 1) в изменении процента, 2) капитальной суммы долга или 3) того и другого.

1) *Понижение процента* без увеличения капитальной суммы долга, т.-е. конверсия *à pari*, представляет наиболее здоровый тип конверсий: она отличается простотой и ясностью, не обременяет будущих финансов возросшим долгом, а главное сохраняет возможность дальнейших конверсий; пользуясь улучшением кредита, государство понижает платежи *почти* до нормального ссудного процента (сохраняя все-таки минимальную надбавку, чтобы приохотить к конверсии).

Против этих конверсий возражают, что: а) частые конверсии, следующие за каждым повышением курса, создают неуверенность в устойчивости дохода и заставляют капиталы бросаться в другие ценности, но эти опасения преувеличены и, как говорилось, могут быть парированы гарантией процента на определенный срок, б) другое возражение состоит в том, что при указанной системе фонды, которым грозит конверсия, искусственно удерживаются на курсе ниже рыночного, препятствуя естественному движению курса, служащему единственным показателем состояния государственного кредита. Но это явление наблюдается лишь в течение краткого промежутка времени перед конверсией превысивших *à pari* фондов.

Примеры конверсии *à pari* мы встречаем во Франции, в Англии и других странах: конверсия Бино (1852 г.) превратила 5% -ные займы в $4\frac{1}{2}\%$ -ные, сократив долговые платежи на 18 милл. франков, Тирар в 82-м году тоже конвертировал 5% -ные займы, котирувавшиеся в то

время между 110 и 120-ю, в $4\frac{1}{2}\%$ -ные и гарантировал держателей от новых конверсий на десятилетний, пожалуй, слишком долгий срок; еще более удачную конверсию совершил Бюрдо в 94-м году: $4\frac{1}{2}\%$ заем был конвертирован в $3\frac{1}{2}\%$, что сократило платежи на 68 м. Пруссия производила конверсии *al pari* в 40-х годах и в 90-х годах.

В Англии конверсии *al pari* имели место при Вальполе в начале XVIII века: 6%-ные займы были последовательно конвертированы в 5%-ные, затем в 4%-ные; после некоторого перерыва в 1749 году последние были конвертированы в 3%. Век спустя начались снова конверсионные операции займов, заключенных во время наполеоновских войн: в 22-м году 5%-ые займы на 152 миллиона фунтов были конвертированы в 4%-ные; успех конверсии был чрезвычайен. Через четыре года последовала новая конверсия 4%-ных займов в $3\frac{1}{2}\%$ -ные.

2) *Конверсии ниже pari*. Несмотря на преимущества описанной формы конверсии *al pari*, в большинстве стран прибегали к другому типу — конверсиям ниже *pari*, при которых изменяется процент и капитал: понижая %, ниже рыночного, государство принуждено уступать облигации нового займа ниже номинальной суммы или обменивать старые облигации на большее количество новых. Так, напр., вместо конверсии 5%-ного займа в 4%-ный по курсу, близкому к паритету, государство конвертирует его в 3%-ный по курсу 80, т. е. обменивает три старых облигации на четыре новых. Кредитор выгадывает на капитальной сумме долга, а если заем срочно погашаемый, он может в первый же год, в случае выхода облигации в тираж, получить значительную премию. Эти шансы премии, как уже говорилось выше, побуждают держателей соглашаться на несколько более высокий эмиссионный курс; указанная разница на курсе является главным козырем сторонников конверсии ниже *pari*. Но доводы их давно опровергнуты жизненным опытом и теоретическими расчетами: Лабери вычислил относительно знаменитой французской конверсии (1825 года) 5%-ных займов в 3%-ные, что капитализированная выгода на реальном проценте еле окупила бы в 37 — 54 года увеличение капитальной суммы долга; экономия на проценте в 0,3 соответствует наличной сумме в 7 франков на 100; между тем из-за этой выгоды правительство лишилось возможности дальнейших конверсий: предположив, что каждые 10 лет можно было бы понижать % на $\frac{1}{2}\%$, эти конверсии принесли бы реальную выгоду в $16\frac{3}{4}$ франков на 100. Итак выгоды для государства от конверсии ниже *pari* фиктивны. Неправильно и другое соображение их сторонников — об *устойчивости* дохода, привлекающего рентьеров: пониженный % капитализации отвлекает от этих конверсий именно мелких капиталистов. Значительная разница между эмиссионной и номинальной ценой облигаций вызывает сильные колебания курса и биржевую спекуляцию; чем ниже курс ренты, тем меньше ставки в сделках на разность и, следовательно, тем большее число участников биржевой игры; вообще конверсии ниже *pari* весьма выгодны для биржевиков и банкиров, выгадывающих на курсе — отсюда их пристрастие к указанной форме, особенно во Франции.

Выше уже упоминалось о конверсии (Виллеля) 5%-ных займов в 3%-ные по курсу 75, давшую ежегодную экономию только в 6 мил.

франков, но зато увеличившую капитальную задолженность на 204 мил. В 80-х годах Рувье произвел конверсию ниже pari — $4\frac{1}{2}\%$ -ного займа в 3% -ный; в 1902 году он прибег к такой же неудачной мере.

У нас в России особенно отличался пристрастием к конверсиям ниже pari Вышнеградский: стремясь всеми способами сократить ежегодные платежи по долгам, от открыл серию низкопроцентных займов и конверсий. В 88-м году курс 5% -ных займов, поднявшийся до 105, свидетельствовал о возможности конверсии al pari в $4\frac{1}{2}\%$ -ный, но он предпочел конвертировать их в 4% -ный тип, увеличив капитальную сумму долга на 17 мил. руб.; 5% -ные железнодорожные займы были конвертированы по курсу $89\frac{1}{2}$, а реализовавшему новый 4% -ный заем синдикату он уступался по $86\frac{7}{8}$; конверсия англо-голландских займов увеличила долг на $8,4\%$. Во время голодного 91 года, когда курсы наших бумаг резко упали, Вышнеградский тем не менее нашел целесообразным заключить 3% -ный заем на 125 мил. рублей по среднему курсу $77\frac{1}{2}$. Эти, по нашему мнению, вредные операции нашли, как это ни странно, защитника в лице профессора Кауфмана, но он был единственным их защитником.

3) *Конверсия с бонификацией* (avec „soulte“ - saldo) заключается в отказе государства от возможного уменьшения ежегодных платежей по займу за *единовременный взнос* со стороны кредиторов.

Государство может отказаться от возможного по условиям рынка понижения процента и потребовать за это приплату, но тут нет конверсии, а наоборот, отказ от таковой или отсрочка.

Конверсионной операцией является замена *высокопроцентного займа низкопроцентным, но без сокращения платежей*: облигации первого заменяются таким количеством облигаций второго, которое дает одинаковую сумму платежа; кредиторы выгадывают на капитальной сумме долга и уплачивают казне часть этой разницы на капитале. Наиболее известной конверсией этого типа была конверсия 1862 г. Фульда при Наполеоне III: Фульд предложил обмен $4\frac{1}{2}\%$ -ных облигаций ренты и 4% -ных облигаций долгосрочного 30-ти летнего займа (les trentenaires) на 3% -ную ренту. В виду разницы на капитальной сумме 15 облигаций 3% -ной ренты, дававшие 45 фр. ежегодного дохода, котировались на бирже в 1862 г. на 80 фр. дороже, чем 10 облигаций $4\frac{1}{2}\%$ -ной ренты, дававшие 45 фр. М-р финансов решил использовать эту разницу для скрытого займа, требуя за обмен облигаций (увеличивавший в $1\frac{1}{2}$ раза сумму долга при сохранении прежнего ежегодного платежа) приплату по $4\frac{1}{2}$ фр. на облигацию $4\frac{1}{2}\%$ ренты (и 3 фр. на 4% -ную облигацию), т. е. 4,5 фр. на каждые 4,5 фр. ренты. Большинство кредиторов охотно согласилось на эту комбинацию, давшую казне 160,8 м. фр., а за вычетом издержек 157 м. фр., но увеличившую номинальную сумму долга на 1600 м. фр.

Эта операция, справедливо названная одним французским писателем: *conversion bâtarde*, представляет яркий образчик авантюристской политики наполеоновского режима. К сожалению, пример Фульда нашел подражателей при конверсии Моргановского 6% займа в 3% -ную ренту: удвоив капитальную сумму долга, правительство получило приплату в 60 слишком мил. фр.

В обоих случаях конверсия этого типа представляла, в сущности, скрытый заем, как и всякая скрытая операция, весьма нежелательный и чрезвычайной убыточный для страны.

4) В пользу конверсии ниже *pari* выставляется часто тот довод, что биржа не любит типов со слишком дробными $\frac{1}{2}\%$ -ми, напр., $4\frac{1}{4}\%$, $3\frac{7}{8}\%$ и т. д. и что поэтому лучше, напр., конвертировать $4\frac{1}{2}\%$ -ный заем в 4% -ный ниже *pari*, чем в $4\frac{1}{4}\%$ -ный, точно соответствующий курсу в 100, но неизвестный бирже. Однако, есть способ избежать указанного неудобства, не прибегая к конверсии ниже *pari*: можно конвертировать в 4% -ный, сохранив кредиторам временно прежний $\frac{1}{2}\%$ (дополнительный купон). Такие конверсии называются *отсроченными* — с. *différées*: они дают возможность избежать отрицательного влияния частых конверсий на денежный рынок, но усложняют операцию; таковы конверсии Одифре в 45 году и Рувье в 1902 году.

5) Не следует смешивать с указанными конверсиями конверсионных операций, производимых в несколько приемов — „конверсии *этапами*“ (с. *par étapes*): государство в одном законодательном акте предусматливает две или более последовательных конверсии. Таковы английская конверсия 44 года, при которой $3\frac{1}{2}\%$ -ные займы были конвертированы в $3\frac{1}{4}\%$ -ные на 10 лет и в 3% -ные после указанного срока, и знаменитая конверсия Гошена в 1888 году: значительная часть английского долга — 3% -ные консоли на громадную сумму в 549 мил. ф. — были конвертированы в $2\frac{3}{4}\%$ -ные облигации до 1903 года и в $2\frac{1}{2}\%$ -ные с 1903 года; государство выгадывало ежегодно в течение 15-ти лет 1,4 миллиона, а затем 2,8 мил. ф. Держателями возвращено было облигаций только на 42 мил. ф. — успех операции был поразительный. К этому же типу конверсий относятся *Staffelanleihe* Пруссии (в 1908 г.), по которому в течение 10-ти лет должно было выплачиваться 4% , затем в течение 5 лет $3\frac{1}{2}\%$, а с 1923 года 3% , и самая крупная в XIX в. после Гошеновской, итальянская конверсия 1906 года ¹⁾: она была подготовлена значительным ростом денежных капиталов, благоприятным платежным балансом и повышением курса итальянских займов в начале текущего века. Уже в 1902 г. оказалось возможным конвертировать железнодорожные облигации и билеты казначейства в $3\frac{1}{2}\%$ -ную ренту, свободную от налогов; в следующем году $4\frac{1}{2}\%$ -ная рента была конвертирована Луцатти в $3\frac{1}{2}\%$ -ную. Таким образом был подготовлен переход к новому типу ренты. К этому времени обычные дефициты сменились бюджетными излишками. Тогда Луцатти решился конвертировать 5% -ную ренту на сумму 8 миллиардов лир в $3\frac{1}{2}\%$ -ную ренту, свободную от налогов. Обложение денежных капиталов составляло 20% дохода, т. е. сводило 5% -ную ренту к 4% -ной без налога; следовательно, конверсия заключалась в понижении процента на $1\frac{1}{2}\%$. Она производилась *этапами*: до 1912 г. казна платила по $3\frac{3}{4}\%$ *netto*, а с 1912 г. — $3\frac{1}{2}\%$.

С целью обеспечить ее успех, Луцатти заключил договор с Ротшильдом об уплате кредиторам, не согласным на конверсию, капитал-

1) E. Escarra. La conversion de la rente italienne 1907.

ной суммы долга за 1⁰/₀ бонификации, 1⁰/₀ комиссии и 1 м. л. на расходы; на таких же основаниях заключено было соглашение с итальянскими банками. Опасения были напрасны: успех превысил ожидания, так как истребовано было обратно всего только на 4,7 м. лир. Расходы по конверсии составили 9,6 м. лир., между тем как ежегодные сбережения на платежах равнялись 20 м. до 1912 года и 40 м. после этого срока.

6) Последняя форма конверсии с изменением объекта — это конверсия, *сокращающая капитальную сумму долга* при сохранении ежегодного прежнего платежа — прямая противоположность низкопроцентным конверсиям; кредиторы соглашались на уменьшение капитала, лишь бы сохранить прежнюю сумму дохода, а государство погашает таким образом часть долга. Такую конверсию предлагал в 1824 году во Франции Ламбер. Указанные конверсии вряд ли могут рассчитывать на серьезный успех, так как кредиторы ведь не гарантированы от новой конверсии; гораздо проще, понизив ⁰/₀, употребить остаток ⁰/₀ на погашение долга.

Изменения срока займов.

Наиболее обычным видом этих конверсий является *консолидация* текущих долгов, превращение краткосрочных в *долгосрочные* или же долгосрочных в *рентные* займы; у нас конверсии последнего типа имели место при Витте, который стремился создать по примеру запада рентную форму кредита, превращая 4¹/₂ и 4⁰/₀-ные срочно погашаемые займы в 4⁰/₀-ную бессрочную ренту. Целью этих операций была унификация нашего государственного долга, значительно облегчавшая обращение русских облигаций на иностранных биржах, а затем сокращение ежегодных платежей по погашению долга. Конверсии Витте облегчили бюджет, но увеличили государственную задолженность на 125 мил. рублей.

Противоположный характер указанным конверсиям имеет превращение бессрочных долгов в *срочные*; главная цель таких конверсий — погашение долга. Они возможны в трех формах: а) конверсия бессрочной ренты в срочно погашаемые займы. В виду того, что разница при такой конверсии в ежегодном доходе кредитора ничтожна, а риск обратного получения капитала при тираже часто значителен, единственным средством приохотить к ней кредитора был бы выпуск займа ниже *pari*, но в таком случае конверсия была бы невыгодна для государства; поэтому эта форма на практике не встречается.

б) Конверсия бессрочной ренты в срочные аннуитеты успешно применялась в Англии в начале XVIII века и в 60-х годах XIX века — при Гладстоне: относясь скептически к широким планам погашения, он провел остроумную операцию, незаметно сокращавшую долг, а именно, превратил консоли, принадлежавшие сберегательным кассам, в аннуитеты и таким путем, увеличив ежегодный платеж с 0,06 до 1,15 мил., обеспечил погашение 20 мил. ф. в 25 лет, способствовал повышению курса ренты и облегчил ее последующие конверсии.

в) Конверсии в *пожизненную ренту* приводят к тем же результатам, но представляют для государства добавочную выгоду — страховую

прибыль, несколько понижающую их реальный % по сравнению с аннуитетами. Против этой операции возражали, что она противодействует личным сбережениям, соблазняя рентьеров повышенным доходом и постепенно уничтожая их капитал; но позволительно сомневаться, чтобы непрерывное накопление сбережений было столь важной для общества целью, чтобы из-за нее отказываться от выгодных форм государственного кредита. В Англии, где личные сбережения не составляют, подобно Франции, исходного принципа экономической жизни, конверсии в пожизненные ренты производились по инициативе Персеваля с 1808 года, но привели сперва к убыткам из-за неправильных таблиц смертности; по исправлении ошибки в 1829 году, операция эта действовала с успехом в течение XIX века: платежи были понижены в соответствии с таблицами смертности, при чем для женщин они были установлены на 1—2% ниже, чем для мужчин в виду большей продолжительности их средней жизни; так напр., для 50-ти летнего возраста платеж составлял на 100 ф. капитала 7 ф. 14 ш. 5 п. для мужчины и 6 ф. 15 ш. 6 п. для женщины. Указанная операция продолжается понемногу до сих пор, при чем к ней привлечены с 1833 г. сберегательные кассы, а с 1864 г. она служит одним из способов страхования жизни.

Во Франции еще в 1791 г. образована была, по инициативе Лафаржа, тонтин, в которую конвертировалась вечная рента в целях погашения; эта „касса Лафарж“ просуществовала до 1889 г. Аналогичные конверсии производились с 1852 по 1884 г. чрез посредство „Национальной кассы страхования пенсий“ (Caisse nationale des retraites pour la vieillesse), которая покупала облигации ренты и передавала их управлению госуд. долга (именно — dette inscrite); последнее, аннулируя облигации, принимало на себя пожизненные выплаты лицу, застрахованному себя в „Национальной кассе“. Неправильно установленный процент платежей привел к убыткам казны (до 3 мил. ежегодно) и к отказу от этой формы погашения государственного долга ¹⁾.

§ 3. Современные конверсии.

Мы видели выше, что конверсионные операции во время войны не понижали, а повышали процент по прежним займам, так как их целью ставилась поддержка курсов государственных бумаг для облегчения новых кредитных операций. Обычного типа конверсии появляются лишь спустя 2—3 года после войны и только в двух из участвовавших в войне государств — в Англии и Америке.

Английский (факультативно) „конверсионный заем“ 25 апр. 1921 г. должен был служить для консолидации „National war bonds“, срок ко-

¹⁾ G. Charra. Des emprunts publics émis sous forme de rentes viagères en France et en Angleterre 1909.

торым истекал в 1922 — 25 годах. Избранный правительством неудачный низкопроцентный тип ($3\frac{1}{2}\%$, а реальный процент — $5,6\%$) должен был увеличить капитальную сумму долга на ¹⁾ 368 м. ф. (1), но он не встретил сочувствия, как это ни странно, среди держателей N. W. B., которые предъявили последних к обмену только на 264,9 м.; все-таки капитальная сумма долга возросла на 101,6 м. ф.

Летом того же года держателям „N. W. B.“ и „Exchequer bonds“ была предложена конверсия их в $5\frac{1}{2}\%$ -ные Treasury bonds по курсу 97 сроком до 1929 года; к сожалению, эти новые облигации разрешалось конвертировать в $3\frac{1}{2}\%$ „конверсионный заем“ из расчета 100 ф. Treasury bonds за 146 ф. Conversion loan. Таким образом сумма конверсионного займа продолжала возрастать и достигла к 31 марта 1923 г. 684 м., а ныне составляет 683 м. 5% -ный военный заем продолжает автоматически возрастать вследствие того, что держатели старых займов пользуются предоставленным им правом конверсии в него своих облигаций. Ныне правительство предлагает конверсию этого займа (сроком 1929 — 47) в $4\frac{1}{2}\%$ -ный заем сроком 1940 — 44 по 103 за 100, т. е. с премией в 3% ; держатели, теряя $4\frac{5}{8}\%$ на доходе, обеспечивают себя от конверсий до 1940 года. Правительство рассчитывает произвести конверсию на 200 м. (из 2100 м. суммы займа) и Economist высказывает уверенность, что $\frac{1}{10}$ держателей, согласных на конверсию, найдется ²⁾.

Наибольший интерес представляют конверсионные операции *Соед. Штатов*, производимые чрезвычайно энергично и в грандиозных размерах: задачей их пока является не столько понижение $\%$, сколько консолидация текущего долга и замена чересчур краткосрочных займов, выпущенных во время войны, долгосрочными. Эти операции, которых можно было избежать, установив более долгие сроки погашения, теперь составляют главный предмет забот „департамента казначейства“ (м-ва финансов). К началу бюджетного 1921—22 г. г. имелось на 7 мд. дол. долгов, срок которым истекал в течение двух следующих лет — почти на 4 мд. „займа Победы“, на $2\frac{1}{2}$ мд. „сертификатов казначейства“ и на 0,65 мд. „военно-сберегательных свидетельств“. Погасить их целиком в два года было нелегко. Правительство погасило за 1922 г. 1 мд., притом не прибегая к сложному аппарату эмиссий, применявшемуся при военных займах, остальные 6 мд. приходилось заменить новыми обязательствами (refund). Программа, выработанная правительством, заключалась в том, чтобы разбить долг на небольшие доли с разными сроками выплаты, чтобы не напрягать ни финансов, ни денежного обращения страны. С этой целью оно сначала с 15 июня 1921 г. по 1 авг. 1922 г. выпустило шесть последовательных серий билетов казначейства (Treasury notes) сроком на 3 года на общую сумму в 2.743,3 м. д.; процент по этим обязательствам быстро опускался — с $5\frac{3}{4}\%$ до $4\frac{1}{4}\%$, и тем не менее подписка обычно несколько раз покрывала сумму выпуска. Сумма выпуска за наличные деньги фиксировалась, но для обмена на них обли-

¹⁾ The Economist, May 17, 1924.

²⁾ Economist, April 5.

гаций займа Победы (Victory notes) максимального предела не устанавливалось.

Выкупу подверглись сначала $3\frac{3}{4}\%$ -ные серии свободных от налога Victory notes, срок которым истекал в 1922—23 г.: циркуляром от 9 февраля 1922 г. был объявлен выкуп их 15 июня, с какового момента прекращалось начисление процентов, а право конверсии их в облигации других серий ($4\frac{3}{4}\%$) приостанавливалось с 9-го февраля; держатели могли предъявить их к выкупу и до 15-го июня.

Затем обратились к $4\frac{3}{4}\%$ -ным Victory notes: в целях облегчить их дальнейшую конверсию часть их — серии „А—F“ — постановлено выкупить 15 декабря 1922 г., а серии „G—L“¹⁾ — 20 мая 1923 г.; и тут предоставлялось право досрочного предъявления к выкупу. Для именных (registered) облигаций правила выкупа были несколько сложнее. В октябре 1922 г. м-во финансов нашло своевременным перейти к долгосрочному займу и объявило подписку на $4\frac{1}{4}\%$ -ные „облигации казначейства“ (Treasury bonds) сроком на 25—30 лет.

В „циркуляре департамента“ за № 307 от 9 октября секретарь казначейства „приглашал народ Соед. Штатов“ к подписке на $4\frac{1}{4}\%$ -ные Treasury bonds 1947—52 г., разрешенные актом конгресса 24 сент. 1917 г., на сумму в 500 м. дол. или около того, с правом секретаря казначейства выпустить в ограниченном количестве дополнительные облигации, в обмен на $4\frac{3}{4}\%$ -ные облигации займа Победы или сертификаты казначейства серий „TD или TD2, 1922“.

Процент начисляется с 16 октября 1922 г. и выплачивается полугодишно — 15 апреля и 15 октября каждого года. Облигации должны быть погашены (mature) 15 окт. 1952 г., но могут быть выкуплены, по усмотрению правительства, полностью или частью, с 15 окт. 1947 г., а равно с наросшими процентами, по уведомлении кредиторов за четыре месяца до выкупа. С момента выкупа начисление $\frac{1}{2}\%$ прекращается... Облигации на предъявителя с купонными листами выпускаются купюрами в 100, 500, 1000, 5000 и 10000 дол.; именные облигации (registered) — в купюрах от 100 до 100,000 дол. Обмен купюр и трансферт именных облигаций производится безвозмездно. Облигации и проценты на них свободны от всяких налогов, настоящих и будущих (now and hereafter), федеральных, отдельных штатов и местных, исключая а) налогов с наследств; б) прогрессивных дополнительных подоходных, обычно называемых surtaxes, и налогов на сверхприбыль и военную прибыль, а доход с облигаций на (капитальную) сумму не свыше 5000 д. свободен и от налогов, указанных в п. б.

Облигации принимаются в уплату налогов с наследства (estate or inheritance taxes) и в казенные залоги, но не могут служить средством обращения (do not bear the circulation privilege) и быть конвертированы в последующие займы (are not entitled to any privilege of conversion). Подписка принимается в федеральных резервных банках, действующих в качестве „фискальных агентов“ С. Штатов, и в других банках, не являющихся официальными агентами.

¹⁾ Annual Report for 1922, 1923.

Подписчики на суммы до 10.000 д. получают облигации на всю сумму подписки (allotted in full), подписные суммы сверх 10000 д. подлежат разверстке и могут быть даже совершенно исключены. Секретарю казначейства предоставляется понижать не подлежащий разверстке минимум и вообще устанавливать правила разверстки.

Взносы подписной суммы принимаются с 16 октября (и до этого срока); в случае рассрочки 50% уплачиваются 16 октября, или позже (or on later allotment), а оставшая сумма с наросшими процентами— 15 ноября. Банк, получивший право казенных депозитов (qualified depository), может вместо уплаты за себя и своих клиентов *наличными* открывать казначейству (*payment by credit*) в установленных пределах счет на соответственную сумму; *payment by credit* не допускается при взносе конвертируемыми облигациями займа Победы или сертификатами; Victory notes на предъявителя (in coupon form), предъявляемые к обмену, должны иметь все купоны, которым не истек еще срок, а для именных должно быть сделано заявление по установленным правилам. Неплатеж взносов влечет за собой потерю предшествующих взносов и прав на облигацию...

Облигации выдаются немедленно же (promptly) после разверстки и взноса, а подписчикам на суммы до 10 тыс. д., уплатившим сполна, могут быть выдаваемы и до 16 октября. Федеральные резервные банки могут выдавать, впредь до выдачи облигаций, временные квитанции.

В препровождающем циркуляр *письме к банковым учреждениям* секретарь казначейства указывает на конверсионную цель займа (a refunding issue), на выгоды для держателей Victory notes замены их долгосрочными облигациями; он выражает надежду, что банки будут содействовать широкому распространению нового займа среди своих клиентов. В связи с этим он знакомит банки с ходом погашения и конверсионных операций и предстоящими задачами в этой области. Тут же приложена *форма заявления* о подписке на заем, в которой подписчик должен указать, на какую сумму он подписывается, сколько и *каких купюр* он желает получить, сколько он вносит сейчас и как предполагает уплатить: наличностью или облигациями (Victory notes), *предъявительскими* или именными, или сертификатами казначейства.

В „*письме*“ к держателям 4³/₄ %-ных Victory notes секретарь казначейства убеждал их, что предлагаемые Treasury bonds представляют для них „исключительно благоприятный случай“ приобрести на выгодных условиях долгосрочные облигации вместо выкупаемых 4³/₄ %-ных облигаций займа Победы.

Конверсия имела крупный успех: подписка дала почти 1400 м. дол.; поэтому только подписчики на суммы до 10 тыс. получили облигации на всю подписную сумму, остальные получили от 40 до 10% подписной суммы. По разверстке пришлось 512 м. д. облигаций, выпущенных за наличные. Кроме наличных принято было к обмену на 252 м. дол. Victory notes и сертификатов, так что общая сумма нового займа достигла 764 м. дол.

§ 4. Погашение государственных долгов.

Понятие, виды и формы погашения. Погашение свободное и обязательное.

Погашение, в отличие от конверсий, не облегчает бремени платежей в настоящем, но зато *сокращает капитальную сумму* долга, а следовательно, будущие платежи.

Термин „погашение“ употреблялся иногда в более узком смысле слова, как *постепенный возврат долга долями*, и противопоставлялся *единовременному выкупу займа*. Теперь это различие потеряло значение: фактически громадные займы современности могут погашаться только частями, постепенно, но старая форма срочно-погашаемых займов, как мы увидим ниже, уступила место другим формам ¹⁾, более эластичным, где для *отдельных* займов планомерное долевое погашение исчезло и план часто меняется в зависимости от условий денежного рынка данного бюджетного периода. С ростом государственных долгов вопрос о погашении обращает на себя все больше внимание литературы и политической мысли. Необходимость заботы государства о сокращении задолженности обосновывают: а) моральными соображениями—несправедливостью обременения будущих поколений грехами настоящего; б) политическим доводом в пользу погашения служит то, что сильная задолженность тормозит деятельность государства и связывает его в международном отношении; в) с финансовой точки зрения погашение необходимо для поддержания курса государственных бумаг и для некоторой задержки опасного роста задолженности. С другой стороны многие восстают против слишком быстрого погашения, если оно связано с установлением тяжелых налогов, задерживающих промышленное развитие и накопление капиталов. С ростом народного богатства бремя государственных долгов чувствуется все слабее; потому некоторые экономисты (М. Кейлок) находили излишним всякое погашение, впадая в крайность и забывая об опасностях задолженности.

Экономическое влияние погашения имеет двусторонний характер и трудно поддается учету; с одной стороны оно освобождает часть помещенных в государственные бумаги капиталов, что должно способствовать понижению процента, но с другой стороны, если оно требует отвлечения значительных сумм от другого (производительного) назначения, оно поддерживает высокий уровень процента; во всяком случае его понижательное действие на процент не обнаруживается так ясно, как в конверсии.

¹⁾ Leroy - Beaulieu, II, ch. IX; Heckel, II, S. 434 u. f.; K. Zorn. Ueber die Tilgung von Staatsschulden 1905; Koeppe. Freie oder Zwangstilgung?.. 1901; Schwarz. D. Staatsschulden tilgung... 1896; Cuheval-Clarigny. Essai sur l'amortissement 1886; Trinquat. De l'amortissement des emprunts d'Etats 1899 и др.

Виды и формы погашения.

Погашение может производиться посредством покупки облигаций (на бирже) по курсу дня или выкупа их в определенные сроки по номинальной цене. Если курс облигаций стоит ниже пари, для государства выгоднее первая форма, тогда как при второй кредиторы, в случае тиража, получают разницу на курсе—премию; если курс выше пари, тираж выгоднее. Наиболее выгодно положение государства, если оно сохраняет право выбора той или иной формы погашения.

Еще важнее не связывать себя моментом погашения и погашать займы тогда, когда это наиболее выгодно и удобно, когда государственные финансы находятся в хорошем состоянии и получают бюджетные избытки. В этом состоит принцип свободного погашения в противоположность обязательному (*Zwangstilgung*).

Свободное или обязательное погашение?

Этот вопрос часто поднимался на практике и в теории и получал различное решение в историческом развитии государственного кредита: сначала правительства связывали себя определенными планами и системами погашения; затем — с укреплением государственных финансов и ростом богатств — начинает преобладать свободное погашение, государства погашают займы из бюджетных избытков, получает распространение рентная форма займов; однако, эта система привела к полному почти прекращению погашения, вследствие чего с 70-80-х годов прошлого века снова признали необходимость обязательного погашения, но значительно отличающегося от прежних систем.

Обязательное погашение может основываться на договоре займа или на законодательных предписаниях, устанавливающих определенную систему погашения. Система эта состояла прежде в особых фондах погашения, ныне—в определенных бюджетных ассигнованиях (тоже называемых часто фондами погашения). Рассмотрим последовательно указанные типы погашения в следующем порядке: 1) срочно-погащаемые займы, 2) погасительные фонды, 3) свободное погашение и 4) новейшие формы обязательного погашения.

1) Срочно-погащаемые займы.

Срочно погащаемые займы составляли до недавнего времени господствовавшую, кроме Англии и Франции, форму займов. Погашение их происходит автоматически, по заранее установленному для каждого займа плану, большую частью возрастая к концу срока по мере сокращения непогашенной части долга и причитающихся на нее процентов. Обязательность погашения основана на договоре с кредиторами, который государство заключает в момент подписки на заем; государство связано этим договором и принуждено погашать заем даже при самых неблагоприятных условиях. Несмотря на указанное неудобство, побуж-

давшее государство переходить к рентной форме займов, многие считают и теперь срочно-погашаемые займы желательной формой, по крайней мере, для железнодорожных и иных государственных предприятий: Леруа-Болье одобрительно относился к *rente amortissable* и советовал усилить ее роль в системе долгов Франции.

Лотерейные (срочно-погашаемые) займы, прежние пожизненные ренты и тонтинны относятся к той же форме обязательного погашения; но особенное значение имели в Англии в этом отношении срочные ренты или анньюитеты: превращая бессрочную ренту в анньюитеты, Гладстон достиг, как мы видели выше, автоматического погашения части долга.

2) Погасительные фонды.

В истории государственного кредита погасительные фонды сыграли значительную роль. Они представляли обособленный от остального финансового управления (стоящий наряду с общим управлением государственным долгами) *специальный капитал* с ежегодным ассигнованием из общего бюджета; за счет фонда покупались (на бирже) облигации государственных займов, но не уничтожались, а поступали в капитал фонда, который получал $\frac{1}{2}\%$ по этим облигациям; прирост средств обращался снова на выкуп облигаций, пока таким образом не был бы выкуплен весь государственный долг.

Идея погасительного долга применялась еще в 17 столетии в Голландии, откуда была заимствована в XVIII веке Вальполем.

Англия. Первый—Вальполевский—фонд был учрежден в 1715 г. после удачной конверсии 6 $\frac{1}{2}\%$ -ных займов в 5 $\frac{1}{2}\%$ -ные; получившаяся экономия на $\frac{1}{2}\%$ предназначалась на погашение; каждая новая конверсия (1725, 1730) увеличивала фонд. Но вскоре пришлось употребить суммы фонда на поддержку новых займов, а с 1733 года и на общегосударственные нужды. В 1735 году он исчез с тем, чтобы возродиться в новой форме под влиянием агитации Р. Прайса. В то время в обществе господствовало увлечение идеями сложных процентов: создавались фантастические проекты нарастания мелких сбережений в несметные богатства. Гамильтон в своей „Истории английского долга“ приводит в качестве примера завещание француза Рикара, оставившего 500 ливров с тем, чтобы каждые 100 лет $\frac{1}{5}$ часть (100 л.) вместе с наросшими процентами предназначалась на определенную им цель: первые 100 л., которые составят через 100 лет 13.100 л., предназначались на выдачу наград за сочинения, оправдывающие помещение капитала под проценты, вторая сотня должна была дать через 200 лет 1.700.000 ливров и пойти на образование фонда для наград за произведения литературы, искусства и добродетельные поступки; третья сотня дала бы чрез 300 лет 25 миллионов ливров—на учреждение патриотических банков, национальных музеев и пр., четвертая сотня, равная 30 миллиардам спустя 400 лет, пошла бы на постройку 100 городов, в которых поместились бы 150.000 жителей, и наконец, последняя—пятая сотня ливров составила бы чрез 500 лет колоссальную сумму в 4 биллиона ливров. Чего только нельзя

сделать на эту сумму? Погасить все государственные долги Англии и Франции и образовать капитал, доход с которого распределялся бы между всеми европейскими государствами для выкупа ненужных должностей, приобретения королевских доменов, увеличения доходов духовенства и отмены платы за требы, для воспитания детей во Франции до трехлетнего возраста, подготовки к обработке обширных площадей и заселения их женатыми крестьянами, покупки имений и освобождения вассалов (арендаторов) от повинностей, устройства школ, домов „труда“, лечебниц и богаделен для женщин, выдачи приданого бесприданницам и прочих благих мероприятий, по усмотрению исполнителей завещания.

Это наивное, но интересное завещание, представляющее целую программу социальных улучшений с точки зрения француза XVIII-го века, показывает, какую веру многие имели в поразительное действие сложных процентов. Забывали только об одном, что получение процентов зависит от возможностей производительного употребления капитала.

Исходя из той же идеи, Прайс доказывал в брошюрах и докладной записке Питту необходимость образования погасительного фонда для борьбы с нарастанием долга, и Питт осуществил эту идею, несмотря на то, что она подверглась уничтожающей критике со стороны А. Смита.

По закону 1786 года был ассигнован 1 м. ф. ежегодно на выкуп долгов, к нему приростали проценты по погашенным облигациям, пока фонд не достигал 4 м. ф., с какового момента нарастание процентов прекращалось. Этот фонд действовал в течение 7 лет с успехом, благодаря экономному управлению финансами Питта. Но в 1792 году система была дополнена в смысле еще более „последовательного“ проведения идей Прайса: на ряду с существовавшим фондом учреждался другой для погашения вновь заключавшихся займов путем отчисления из каждого займа 1% в фонд погашения; вычисляли, что таким путем обеспечивалось погашение всех новых займов в 45-ти летний срок. В 1802 году погасительные фонды были объединены и усилены новыми ассигнованиями. В это время война с революционной Францией требовала все больших средств, и кредит государства ухудшался. В то время, как прежние низкопроцентные займы выкупались, заключались новые по более высокому проценту; за период 1786 — 1813 г.г. погашено было 238 м., а заключено новых на 574 м., и усиление задолженности вследствие этой бессмысленной системы составило, по вычислениям Мак-Келлока, более 1½ миллиона ф. ежегодных платежей. Но реакция против погасительного фонда началась лишь с 20-х годов: в 1819 году палата постановила, что погашение должно производиться только из бюджетных избытков; однако, оно продолжалось еще до 1827 года. В этом году вышло известное исследование Гренвиля, окончательно дискредитировавшего погасительный фонд; погашение допустимо, писал Гренвиль, лишь при трех условиях: в мирное время, при отсутствии новых займов и при наличии бюджетных избытков. Парламентская комиссия 1828 года исчислила увеличение долговых платежей, исключительно вызванное погасительным фондом (за 1793 — 1829 г.г.), в 1,6 м. ф. Погасительный фонд был, наконец, отменен, уступив место системе свободного погашения из бюджетных избытков.

Франция тоже проделала неудачный опыт показательных фондов. Нечто в роде погасительного фонда мы встречаем еще при старом режиме: основанная Кольбером „Касса срочных займов“ с определенной дотацией способствовала поддержанию кредита и сравнительно умеренным условиям займов—5%. Впоследствии, незадолго до революции, в 1764 году была учреждена „Касса погашения“ (*Caisse de remboursement*), для ликвидации государственных долгов, в которую поступал налог на куплю-продажу рент, $\frac{1}{15}$ дохода учреждений (*main morte*) от рент, ежегодный сбор (*retenue*) в $\frac{1}{10}$ с рент, жалований и т. д. Уже через шесть лет (1770) все эти средства были обращены на другие потребности, а погашение прекратилось.

При консулате — в VIII году — была создана *Caisse d'amortissement*, имевшая, однако, главной задачей не погашение долгов (к тому времени очень сократившихся благодаря банкротству), а поддержку курса государственных займов. При Наполеоне в нее поступали доходы от домен, лесов, военной добычи и % по погашенным займам. Эта касса служила посредницей при продаже государственных и общинных имуществ и, по приему вкладов. Получалось что-то в роде государственного банка для поддержания курса государственных текущих обязательств и ренты и для содействия заключению новых займов. Наполеон верил в успех этого банка и был очень недоволен, когда выяснилось, что при его помощи нельзя поднять курса ренты вопреки бирже.

Она оказала много услуг государству, но долги заставили ликвидировать ее в 1816 году. С 1816 года мы видим во Франции применение той же ложной идеи погасительного фонда, которая успела обнаружиться к тому времени свое вредное влияние в Англии. Характерно, как ошибка одной страны регулярно повторяется в другой в определенный момент. Ежегодное ассигнование в фонд погашения было определено в 20 мил. фр., в 1817 году оно было удвоено и к фонду присоединены дотации в 150 т. гектаров лесов и домен (150 т. гектар), которые предназначались к продаже в целях выкупа государственных долгов. Погашение в это время было, конечно, невыгодно, так как заключались новые, менее выгодные займы: 5% займы выкупались по 80,77, а новые заключались по курсу 70,65. В 1825 году приращение % по погашенным займам было отменено. В 1833 г. проведена новая мера — специальное погашение для каждого займа — мера крайне нецелесообразная, так как она связывала кассу, между тем как надо было предоставить ей свободу выбора займов, погашение которых было в данный момент наиболее выгодным. Второй период погашения мы видим при Наполеоне III: создается касса, напоминающая существовавшую во время консулата; доходы ее складываются из следующих элементов: % по погашенным займам, доходы государственных сберегательных касс, бюджетные избытки, $\frac{1}{10}$ налога на железнодорожные грузы и пассажиров, платежи железных дорог; а расходы — погашение займов, платежи по специальным займам на каналы и в помощь железнодорожным компаниям. Погасительный фонд был отменен в 1870 г.

И в других странах существовали погасительные фонды: в Австрии такой фонд был создан в 1806 г. и в 1817 г. преобразован по английскому „образцу“. Вскоре он стал фикцией, так как расходовался

на общие нужды, но только в 1859 г. он был отменен. В Пруссии он просуществовал с 1820 по 1869 г. и 40 лет действовал с успехом, но потому, что то была мирная эпоха, расходы были незначительны, и доходы от доменов позволяли погашать долги, не заключая новых займов.

Таким образом, за исключением Пруссии, во всех странах погасительный фонд приводил к крупным убыткам, если служил своему прямому назначению; но, нередко, в моменты финансовой нужды правительство не выдерживало искуса и черпало из фонда на общегосударственные надобности, превращая его в фикцию.

3) Система свободного погашения.

Она состоит в том, что государство не связывает себя обязательством ежегодного погашения, а погашает долги только при наличии бюджетных избытков, при чем размер ассигнований на погашение ежегодно устанавливается в бюджетном порядке. Англия в 1828 г. обратилась к свободному погашению: в росписи на 29-й г. ассигновалось на погашение 3 м. ф., а в следующий—всего 2,187 м. Но даже эти незначительные ассигнования на погашение встречали противников (Гренвиль, Юм, Альторп), находивших более целесообразным понижение налогов. Те же споры велись и в 40-х г., при чем прежние сторонники погашения—Холберн и Пиль, став у власти, тоже стремились обращать избытки доходов на облегчение податного бремени; погашение замедлилось: за 40 лет мирного времени Англия затратила на погашение всего 49,37 м. ф. (распределив их почти пополам между текущими долгами и займами). Правда, факультативное превращение бессрочных консолей в аннуитеты, составляющее особенность английского кредита, способствовало в свою очередь сокращению главного долга. Тем не менее следует признать, что „свобода“ погашения слишком замедлила его темп. Сознание, что без фиксации ассигнований погашение почти прекращается, побудило английское правительство (Норскота) вернуться к *обязательному погашению в новой форме* (1876). И в других странах „свободное“ погашение привело к тем же результатам: во Франции бессрочная рента (rente perpétuelle) совсем не погашалась; в Пруссии до 82 г. тоже мало заботились о сокращении долга; между тем железнодорожное строительство требовало все новых займов, выпускавшихся в рентной форме.

Только два государства дали пример быстрого и успешного погашения при „свободной“ системе: Дания и Соединенные Штаты, погасившие в 1865—78 г.г. $\frac{1}{8}$ своего громадного долга, а к 92 г. — $\frac{2}{3}$. Леруа-Болье находит даже, что такое лихорадочное погашение займов нецелесообразно и что полезнее было бы сократить количество кредитных билетов и серебряных сертификатов, вредно отражавшихся на денежном обращении.

4) Новые формы обязательного погашения.

Быстрый рост задолженности всех государств, особенно с 70-х годов, под влиянием войн и железнодорожного строительства, заставил снова серьезно задуматься над более энергичным погашением долгов. В Англии Норскот настоял в 1876 году на ежегодном ассигно-

вании 28 м. ф. на платежи по займам с тем, чтобы с сокращением платежей процентов по мере уменьшения долга увеличивалась доля погашения; таким образом, к общей сумме долгов применялась система, практикующаяся при срочно погашаемых займах. Но государство не связывало себя договором и могло приостановить погашение при неблагоприятных финансовых обстоятельствах: „новый погасительный фонд“ (the new sinking fund), как называли систему, введенную Норскотом, не действовал в годы дефицитов (напр., в 1886—7 г.).

Иная система была принята в Пруссии: закон 82 г. (Eisenbahngarantiegesetz) постановил, чтобы $\frac{3}{4}\%$ чистой прибыли от казенных железных дорог обращались на погашение железнодорожных долгов. Однако погашение было фиктивным, так как вся прибыль шла на общегосударственные расходы, и лишь в 84 г. в росписи включена особая сумма на погашение, равная той экономии на погашении, которая получалась в силу превращения срочно-погашаемых займов в рентные; таким образом, Пруссия, переходя к современной бессрочной форме государственных займов, вместо рекомендуемого Леруа-Болье для железно-дорожных займов сохранения срочно-погашаемой формы, обеспечивала прежний размер их погашения. Но все-таки общая сумма погашения сокращалась, пока закон 1897 г. не установил обязательного погашения в размере $\frac{3}{4}\%$ наличного долга, растущего, следовательно, вместе с ростом долгов.

Германская империя в 97 г. принялась за амортизацию быстро возмставшего долга, на что ассигновано $\frac{3}{4}$ избытков, распределявшихся между союзными государствами имперских доходов (Ueberschüssen) над матрикулярными взносами; но реальное погашение было установлено лишь с 1908 г. согласно закону 1906 г., введшему обязательное погашение в размере $\frac{3}{5}\%$ наличной задолженности; наконец, финансовая реформа 1909 г. создала, наряду с нормой 1906 г. для прежних производительных почтово-телеграфных займов, более интенсивное погашение в размере 1% суммы долгов для прочих имперских долгов; а для будущих займов (с 1910 г.) нормы погашения устанавливались значительно более высокие: 1,9% для производительных и 3% для непроизводительных займов. Как и в Пруссии, в случае заключения новых займов, сумма, ассигнуемая на погашение, зачитывается в сумму займа, т.-е. фактически погашение приостанавливается, и в этом — основное отличие данной формы от прежних погасительных фондов.

В пользу описанной формы обязательного погашения, более эластичной, чем прежние погасительные фонды, но, с другой стороны, обеспечивающей сокращение задолженности при благоприятных финансах, высказывается громадное большинство финансистов: я упоминал уже мнение Леруа-Болье; того же взгляда держатся Кеппе, Шварц и другие немецкие писатели, особенно Цорн. Если некоторые писатели рекомендуют „свободное“ погашение, то это только кажущиеся исключения; так напр., Шеффле требует при свободном погашении таких гарантий, которые сводят его факультативность на нет: повышения ставок налога при определенном уровне государственных долгов и обращения на эту цель

доменных доходов; предложения Шеффле вряд ли осуществимы, так как создали бы ежегодную борьбу между министром финансов и другими ведомствами при ассигновании суммы на погашение (Порн). Другой сторонник „свободного“ погашения—Heckel—относит к нему „freie Tilgung mit Tilgungszwang“, обозначая этим противоречивым термином тот вид обязательного погашения, который практикуется ныне в Германии, и который мы причислили к обязательным формам погашения.

Погашение государственного долга происходит пока только в Соед. Штатах и Англии: в первых погашено к 1924 году почти 5 мд. дол.: общая сумма долга понизилась до 21.916, 3 м. дол.

В Англии задолженность сокращается значительно медленнее: сумма долгов, достигшая в 1919 г. (31 декабря) 8079 м. ф., сократилась к 31 марта 1921 г. до 7.623 м., но затем, в силу описанной выше конверсии, снова поднялась до 7812 м. в 1923 г. (31 марта); к началу текущего бюджетного года она равнялась 7.766 м. Рыночная цена государственного долга значительно ниже номинальной, составляла всего 7.200 м., а средний *реальный* процент (yield) = 4,2%.

На ряду с „новым“ погасительным фондом, действующим с 1875 г. и фиксированным в бюджете, и „старым“ погасительным фондом, т.-е. погашением нефиксированным, финансовый акт 1917 г. (ст. 32) создал особый фонд для интервенции при обеспечении военных займов—„war loan depreciation fund“: ежемесячно ассигнуется $1\frac{1}{8}\%$ номинальной суммы военных займов для покупки облигаций их, если курс их падает ниже эмиссионного (100 и 95). Неизрасходованные суммы фонда обращаются на покупку Treasury bills и на ссуды казначейству; до 31 марта 1924 г. 115, $\frac{2}{2}$ м. были затрачены на покупку облигаций 5% займа на номинальную сумму в 156, $\frac{7}{7}$ м. и 4% займа—на 2, $\frac{2}{2}$ м.

Такой же интервенционный фонд создан для выкупа 4% „консолидационного займа 1920 г. и (Funding loan) и „облигаций Победы“ в случае падения их курса ниже *pari*, для чего каждые полгода отчисляется $2\frac{1}{4}\%$ их номинальной суммы: до 31 марта 1924 г. выкуплено на 8, $\frac{6}{6}$ м. Funding loan и на 5, $\frac{6}{6}$ м. Victory bonds.

Наконец, для поддержки курса „конверсионного“ займа (на случай падения курса ниже 90) исчисляется по полугодично 1% суммы займа. Эти интервенционные фонды служат, таким образом, той же цели, ради которой производились во время войны конверсии.

Г Л А В А V.

Правовые проблемы государственного кредита.

§ 1. Законодательное утверждение займов. Управление государственным кредитом.

Огромная роль государственного кредита в современных финансах создает сложную сеть публично- и частно-правовых отношений и ставит немало спорных вопросов в области государственного, административного и международного права.

Заключение займов требует санкции законодательной власти: хотя заем, в отличие от налогов, не представляет собой *общей нормы* (*règle générale et impersonnelle*), тем не менее *по политическим* соображениям необходимо, чтобы этот индивидуальный договорный акт исходил от законодательных органов, в частности, в конституционных государствах, проходил бы чрез парламент. Этим обеспечивается *публичность* займов, обстоятельная мотивировка их со стороны правительства и возможность критики, следовательно, предупреждаются невыгодные для страны соглашения с банкирами и пр. Требование законодательного утверждения займов логически вытекает из законодательной санкции бюджета и налогов, т. к. иначе исполнительная власть могла бы связывать страну обязательствами на десятки лет, превратив бюджетные права палат в фикцию: отказ в утверждении бюджета или налогов есть одно из лучших оружий в борьбе за парламентский строй, а требование законодательной санкции наиболее действительное средство ежегодного созыва парламента и его контроля над исполнительной властью; но „это оружие притупилось бы“, говорит Жез, в случае возможности заключения займов помимо парламента.

Парламент должен сам сделать надлежащий выбор между займами и налогами для покрытия чрезвычайных нужд. Наконец, санкция государственных обязательств представителями народа, плательщиков налогов, является лучшей *гарантией* кредита.

Этот принцип ныне можно считать общепризнанным в Англии со времени *Petition of rights* 1628 г., во Франции — со времени Великой революции, но применяется он в зависимости от различных условий не

в одинаковом объеме: дело в том, что *технические* условия эмиссии требуют: а) предоставления м-ву финансов значительной свободы переговоров относительно условий займа и б) соблюдения тайны переговоров до окончательного утверждения займа: критика в парламенте может нередко расстроить выгодную комбинацию, правительство должно преждевременно „раскрыть свои карты“ пред контрагентами, облегчая ставку банков и биржевую спекуляцию, например, покупку подлежащих выкупу облигаций и т. п. В виду указанных соображений в Англии палата общин обсуждает проекты займов в одном заседании, и как только заем вотируется, тотчас Английский банк объявляет о подписке на него. Во Франции преувеличивали последние годы тайну переговоров, *скрывая* подчас условия займа даже от членов финансовой комиссии палаты или представляя *внезапно* палате на утверждение проект займа (за час до роспуска, например, как это было с 6⁰/₀-ым займом 1920 года).

Парламент не входит при утверждении займа в детали; он должен определить только *существенные* условия займа: 1) *сумму* его, 2) *высоту процента*, премии и другие выгоды, предоставляемые держателям, и 3) *тип* займа (рентный, срочный...). Во время минувшей войны во Франции правительству разрешалось выходить за пределы установленного парламентом максимума эмиссии (бонов национальной защиты), но то были совершенно исключительные обстоятельства.

Главе исполнительной власти предоставляется обычно определение *способа* реализации займа и *эмиссионного курса*, м-ру финансов — дальнейшие детали. Но ведь *курс* займа — существенное условие: если выпустить заем по очень низкому курсу, то сводится на нет ограничение ⁰/₀, установленное палатой; т. о. все-таки исполнительной власти предоставлена широкая инициатива, и это совершенно неизбежно в кредитных операциях: главной гарантией от злоупотреблений властью служат и в данном случае не формальные рамки, а моральный уровень государственных деятелей и политическое развитие страны.

В некоторых государствах *конституции ограничивают законодательную власть* в области кредита, напр., в отдельных штатах Сев. Америки (под впечатлением злоупотреблений кредитом в первой половине XIX в.): в одних долги не должны превышать определенной суммы на душу населения, в других требуется при вотировании займов квалифицированное большинство или референдум; в Бернском и Женевском кантонах Швейцарии тоже практикуется референдум.

Если заем заключен *правительством* вопреки требованию закона *без санкции парламента*, то последний может *отказаться* от данного долга (репудияция), но такой отказ правомерен лишь при условии, если закон данного государства определенно требует санкции парламента; если же правительство только нарушило некоторые правила без ведома кредиторов или употребило средства не по назначению, то отказ от долга неправомерен, особенно в том случае, когда займом покрыты полезные для государства расходы. Впрочем, даже в случае явного злоупотребления со стороны правительства, законодательные собрания не всегда решаются на репудияцию долга, т. к. и правомерный отказ может повредить кредиту государства.

Управление государственным кредитом.

Управление государственным кредитом (заключение займов, их конверсии и погашение, производство платежей) везде лежит на *м-ве финансов* („казначействе“ в Англии и С. Штатах). Правда, в виду значення кредитных операций высшее руководство возлагалось нередко на особые учреждения, стоящие над министерством финансов или независимые от него; но с развитием парламентаризма и принципа солидарности и ответственности министерства эти органы потеряли значение. В России довольно долго сохранял свою роль в области государственного кредита *Комитет финансов* (созданный в 1807 г.), но при Витте он ступенчатся пред министром финансов. Точно так же образованный в 1817 г. „Совет государственных кредитных установлений“ постепенно терял значение с усилением роли министра финансов и Государственного банка; при Витте он был подчинен министру финансов, а в 1895 г. упразднен.

В финансовом ведомстве может быть отдельное управление для государственного кредита или общее для кредита и денежного обращения. В России заведывание кредитом было сосредоточено с 1812 г. в третьем отделении общей канцелярии м. ф., преобразованном в 1824 г. в „Особую канцелярию по кредитной части“, которой был впоследствии подчинен монетный двор, экспедиция заготовления государственных бумаг и пр. Иностранное отделение этой канцелярии ведало внешними займами, платежами и расчетами. Деятельность канцелярии, и особенно иностранного отделения, сущ. с 1866 г., была покрыта тайной; Государственной Думе (ее финансовой и бюджетной комиссиям) лишь с течением времени удалось подчинить ее своему контролю и обратить ее „специальные фонды“ в общий бюджет.

О „Комиссии погашения государственных долгов“ и „Книге государственного долга“ говорилось уже выше.

В Советской России Управление госуд. кредитом составляет исключительную компетенцию Союза ССР. Общее руководство госуд. кредитом и утверждение важнейших постановлений лежит на Совете труда и обороны, по директивам которого действует НКФ. В составе валютного управления НКФ СССР имеется Особая часть государств. займов (О. Ч. З.).

Финансовое ведомство пользуется во всех странах в большей или меньшей мере содействием *центрального эмиссионного банка* не только для заключения займов, но часто и для прочих функций управления госуд. кредитом: платежей процентов, регистрации кредиторов.

Наибольшего развития эта связь с банком получила в Англии ¹⁾: Английский банк служит кредитором государства, агентом его по кре-

¹⁾ E. v. Philippovich: Die Bank von England im Dienste der Finanzverwaltung des Staates 1911.

дитным операциям и казначеем. *Фундированных* займов правительство не заключало у банка с 1750 г., но последний оказывает казне краткосрочные ссуды при кассовом дефиците—*deficiency advances*, а также ссуды под обеспечение краткосрочных обязательств казначейства—*treasury bills*. Через посредство банка происходит реализация с торгов или по определенной цене указанных текущих обязательств и подписка на займы. В банке же сосредоточивается управление последними, ведение книг государственного долга (см. гл. II) и производство платежей.

Французский банк тоже служит: 1) кредитором казны, при чем его громадные ссуды во время войны были связаны с бумажно-денежной эмиссией, 2) посредником при заключении займов и 3) агентом по производству платежей: договоры 1897 и 1911 г. обязывали его к (безвозмездному) производству платежей по купонам ренты и других государственных займов.

Русский государственный банк учитывал краткосрочные обязательства казначейства, соответственно расширяя эмиссию, оказывал краткосрочные ссуды казне и содействовал подписке на внутренние займы путем приема подписки и взносов, льготного приема облигаций в залог и пр. Те же услуги оказывает Союзу ССР нынешний Госбанк.

§ 2. Заем, как договорное обязательство ¹⁾.

Правильно заключенный заем есть договорное обязательство, связывающее государственную власть; всякое изменение условий займа, досрочное, непредусмотренное договором, погашение займа или отказ от возврата его (банкротство) являются нарушениями договора. *Допустимы ли они?* На этот счет в юриспруденции существует большая разногласия: одни считают нарушение обязательств недопустимым ни в каком случае и ни при каких условиях, другие полагают, что государство может нарушить их только по отношению к собственным *подданным*, третьи находят, что и права *иностранных* кредиторов могут быть отменены актом суверенной власти государства.

„Государственный заем, пишет Жез, как всякий договор, заключен ли он частными лицами или органами власти, создает ненарушимые отношения (*situations juridiques intangibles*)“... „Основной юридический принцип — соблюдение данного обещания“. Заем есть договор, обещанный только в *форму* закона (*loi formelle*), и, в отличие от „материальных“ законов, т. е. *общих* норм, касающихся целых категорий населения, а не отдельных лиц, не может быть отменен по усмотрению законодательных учреждений.

¹⁾ G. Freund. Rechtsverhältnisse der öffentlichen Anleihen 1907.—G. Jèze, o. c., ch. VII.—A. W u a r i n. Essai sur les emprunts d'états et la protection des droits des porteurs des fonds d'états étrangers. Genève 1907.

Французская конституция 1790 г. постановила, в согласии с этой точкой зрения, что платежи по долгам *ни под каким предлогом* не могут быть отменены или приостановлены¹⁾; те же заявления имеются в позднейших конституциях. Конституция Соед. Штатов запрещает издание законов, нарушающих договорные обязательства (*impairing the obligations of contracts*). Платежи по госуд. долгам ни в Англии, ни в Соед. Штатах не подлежат поэтому ежегодному вотуму парламента (составляя „charges on the consolidated fund“ в первой и „permanent appropriation“ во вторых).

Все эти торжественные формулы конституций и строгие принципы разбивались о печальную историческую действительность, заставлявшую государство нарушать свои обязательства; во многих государствах нарушения, пожалуй, более часты, чем исполнение их, и юристам приходится их „обосновывать“. Одни довольствуются известной формулой гражданского права: „*impossibilium nulla est obligatio*“; так еще Крете во время директории оправдывал „банкротство двух третей“ французского долга *невозможностью* повышения налогов до уровня, достаточного для уплаты долга полностью. „Как и частное лицо, государство нельзя заставить исполнить невозможное“ (*l'état n'est tenu à l'impossible*). Так же аргументируют ныне немецкие юристы в отношении долгов по репарации (а некоторые русские юристы — насчет полной расплаты по довоенным долгам). Правда, государство — союз „вечный“, и то, что невозможно в данный момент, может оказаться осуществимым чрез продолжительный срок: следовательно, невозможность исполнения обязательства в настоящем служит основанием скорее для *отсрочки* его, чем для отказа.

Другие писатели подчеркивают „моральный“ характер государственных обязательств: они лишены всякой санкции, т. к. суды не могут принудить государственную власть к уплате, а госуд. имущества не подлежат аресту и продаже за долги. „Но, замечает Жез, невозможность принудительного взыскания не аннулирует обязательства“.

Дальше идут юристы, исходящие из принципа *суверенитета* государства: заем есть акт суверенной власти, которая другим актом может его изменить или отменить; заем есть закон, а потому, как всякий закон, может быть изменен законодателем; закон о банкротстве, постановляющий прекращение платежей, обязателен для судов данной страны.

На это возражают (Жез), что „суверенитет есть факт, а не юридическое понятие“ (?)¹⁾, что в демократических государствах „мистицизм“ суверенитета непонятен (что, напр., убийство по приказу суверенной власти остается убийством — *assassinat*), и что законодательная форма не лишает займа его договорного характера. „Заем такое же обязательство, как и обязательство уплаты казен. поставщикам“.

Весь этот спор кажется нам бесплодным: „факту“ суверенитета должно соответствовать определенное „юридическое понятие“, заклю-

¹⁾ Le mot souveraineté n'a pas de signification juridique; il constate un fait (о. с., р. 298).

чающееся в отсутствии к.-л. санкции притязаний подданных к верховной власти, если она в *законодательном* порядке постановила изменение или прекращение обязательств, при чем безразлично, идет ли речь о поставщиках казны или кредиторах по займам, о целых *категориях* имеющих притязания лиц (*loi matérielle, impersonnelle*) или об отдельных группах и лицах, о нарушении *цикла* договоров или отдельного договора.

Верховная власть государства имеет „право“ распоряжаться жизнью граждан, их имуществом. а след., и их имущественными правами и притязаниями к казне: если мы признаем госуд. власть вообще и данную власть в частности, то должны сделать из этого все логические заключения.

Иначе стоит вопрос в отношении *иностранных* кредиторов по внешним займам или займам, уплата по которым производится за границей, в иностранной валюте. Тут не действует верховная государственная власть, ее законы не обязательны для иностранцев. И тем не менее было, да и теперь есть не мало защитников мнения, что суверенные государства не могут быть принуждаемы к исполнению своих обязательств (*Zorn, Politis, Milanowitch, Drago*); это, б. ч., представители сильно задолженных балканских или южно-американских государств. Среди них наибольшую известность приобрел аргентинский министр иностранных дел Драго, „доктрина“ которого, защищавшаяся им в известной *ноте* аргентинского правительства 1902 г., в литературе и на международных конференциях, заключалась в следующем: государственные займы представляют собой обязательства, совершенно отличные от тех, которые возникают в силу договоров (поставки, купли, аренды и проч.) или вызванных к.-л. правонарушениями убытков: нарушение договора дает право частному лицу — подданному или иностранцу — *иска* в судах или административных комиссиях обязанного государства, а „отказ в судебной защите“ (*déni de justice*) был бы по отношению к иностранцу нарушением международного права. Займы же выпускаются, подобно деньгам, в силу суверенной власти государства, с разрешения законодательных собраний; приостановка платежей происходит тоже „*iure imperii*“, в силу акта суверенной власти; судебный иск о прекращении платежей по займу так же немислим, как и о прекращении размена кредитных билетов. Займы отличаются от частных договоров и тем, что большей частью облигации их — на предъявителя, т. е. *неопределенного* контрагента, покупающего их на бирже в банках. При предъявительском характере облигаций нельзя даже определить, подданные какого государства являются кредиторами; вмешательство одного государства в интересах своих подданных приводит к неравенству в удовлетворении отдельных кредиторов и несправедливостям ¹⁾.

Остановимся на юридической аргументации Драго: противопоставление обязательств по займам договорам на том основании, что для их заключения требуется разрешение законодательных собраний, совершенно

¹⁾ Luis M. Drago. Les emprunts d'état et leurs rapports avec la politique internationale, 1907.

несостоятельно: ведь и для договоров может требоваться законодательная санкция; акт выдачи облигации есть несомненный договор с подписчиком, и странно было бы ограничивать его именными облигациями или записями в долговую книгу; разве бланковая надпись лишает вексель его характера договорного обязательства? разве обязательства на предъявителя не пользуются правом защиты?

Закон, приостанавливающий платежи, так же необязателен для иностранных кредиторов, как и закон о принудительном курсе бумажных денег.

Нельзя поэтому не согласиться с Фрейндом, Wuarin и другими писателями в том, что правовые отношения по *внешним* займам совершенно отличны от отношений по внутренним, и что обязательства по отношению к иностранным кредиторам не могут быть отменены законом. Другой вопрос — возможность их фактического осуществления.

Юристы спорят о характере этих обязательств: одни относят их к *гражданскому* праву, считая их подсудными судам государства-должника или государства кредиторов, другие (Freund) создают особую категорию „*международно-подобных*“ правовых отношений, в которых частные лица могут быть субъектами международного права, для которых могут быть созданы особые (призовые, арбитражные и т. п.) суды, и защита которых осуществляется иногда принудительным путем. Большинство ныне склоняется ко второму решению, т. к. суды государства-должника не могут оспаривать *законы*, изданные государственной властью (если они не противоречат конституции), а суды государства-кредиторов не имеют в своем распоряжении никаких средств взыскания с государства-должника, да и кого они могли бы привлечь в качестве ответчика? — дипломатических представителей, главу правительства, м-ра финансов чужого государства? Ясно, что это немыслимо с международно-правовой точки зрения. Поэтому и во Франции и в Англии суды отклоняли подобные иски (за неподсудностью) ¹⁾.

Очевидно, только в рамках международного права возможно удовлетворение притязаний кредиторов иностранного государства, тем более, что современная литература и практика (Westlake, Lawrence) склонны признавать частных лиц *субъектами* международного права и, следовательно, оказывать им защиту.

§ 3. Нарушение прав кредиторов.

Нарушение прав кредиторов возможно путем *одностороннего* изменения условий, прекращения договора или отказа от платежей процентов или от долга вообще (банкротство).

¹⁾ Wuarin, о. с., ch. IV.

Право досрочного погашения и конверсии ¹⁾.

Вопрос о праве конверсии займа тождествен с вопросом о праве досрочного погашения: если должник имеет право погасить долг до срока, то он может и предложить кредитору изменение условий займа. Следует различать в этом отношении займы рентные и срочные.

Относительно *рентных* займов, казалось бы, не может быть спора; раз государство оставляет за собой право их погашения в любой момент, то оно может и заменить одно обязательство другим, т. е. конвертировать заем. И, тем не менее, во Франции были по этому поводу ожесточенные споры: когда Виллель предложил в 1824 г. конверсию 5%-ной бессрочной ренты, он встретил в палате пэров резкое сопротивление. „Юридические“ доводы противников были следующие: 1) закон 1793 г., урегулировавший государственные долги Франции, ничего не говорил о праве конверсии, 2) предоставляемое гражданским кодексом (ст. 1911) частным лицам право погашения в любой момент бессрочных долгов ²⁾ не распространяется на государственные займы, 3) в госуд. „Долговой книге“ записаны только ежегодные платежи *rente perpétuelle*, а не капитальные суммы долга; следовательно, государство имеет право выкупать ее только по биржевому, а не по номинальному курсу.

Все перечисленные „доводы“ совершенно несостоятельны: из того, что закон 1793 г. не упоминает о конверсии, никак не следует, что государство не имеет права на нее; второе утверждение — голословно; что касается отсутствия записи в „Долговой книге“ капитальной суммы долга, то ведь достаточно ясно, что 3 франка 3%-ной ренты соответствуют капиталу в 100 фр. После законов 1825 и 1833 г. и этот формальный довод отпал, т. к. в них определенно говорится о погашении ренты. Итак право досрочного погашения и конверсии бессрочной ренты непреложны.

Гораздо сложнее вопрос о досрочном погашении *срочных* займов: можно ли без согласия кредиторов сократить срок и вернуть долг? Ответ зависит от того, в чью пользу установлен срок: для кредитора или должника ³⁾?

Во Франции ст. 1187 гражданского кодекса устанавливает преимущество только в пользу должника, если противное не оговорено или не вытекает из обстоятельств договора ⁴⁾.

Отсюда ряд юристов (Demolombe, Planiol, Chauvin-Servinière) заключили, что право досрочного погашения распространяется и на срочные займы, так как получение процента не может еще считаться обстоятельством, из которого бы следовало, что срок установлен в интересах кредитора. Другие писатели, как, напр., Larombière и Jèze ⁵⁾,

¹⁾ См. перечисленные выше соч. о конверсиях и Wuarin.

²⁾ „La rente constituée en perpétuel est essentiellement rachetable“.

³⁾ См. Chauvin-Servinière II, ch. 2.

⁴⁾ „A moins qu'il ne résulte de la stipulation ou des circonstances, qu'il a été convenu aussi en faveur des créanciers“.

⁵⁾ Jèze. Cours élémentaire, 1909, а также Callière, о. с.

исходя из принципа *торгового права*, что срок имеет значение для обоих контрагентов, полагают, что презумпция ст. 1187 гражд. код. не распространяется на процентные займы и что, следовательно, срочные займы не подлежат досрочному погашению.

Практика французских судов обнаруживала колебания: до 1875 г. они отвергали досрочное погашение срочных (общинных, жел.-дорожных и др.) займов, с 1875 г. по 1887 г. допускали его (решение суда в Нанси и др.), но с 1887 г. решение Сенского суда по делу общины Arcachon снова вернулось к принципу недопустимости досрочного погашения и конверсий (*inconvertibilité*). В том же духе высказался в 1895 г. парижский суд по делу о конверсии 5%-ных облигаций восточной сети ж. дорог, а также в 1890 г. швейцарский федеральный суд и в 1893 г. апелляционный суд в Брюсселе. Таким образом, судебная практика толковала закон в интересах кредиторов, хотя многие выдающиеся юристы (Planiol) и большинство финансистов (Leroü-Beaulieu, Labeyrie) склонялись к противоположному решению.

В Германии судебная практика и большинство юристов-теоретиков стояли тоже на точке зрения недопустимости конверсий срочных процентных займов ¹⁾.

А. Вагнер считал ее допустимой, если курс облигаций стоит ниже *pari* и если, следовательно, кредитор не теряет, а даже выигрывает при досрочном погашении; но при этом условии конверсия невыгодна для государства.

По отношению к займам, погашаемым путем срочных тиражей, противники их конверсий указывают, что план погашения составляет существенный элемент договора, и что досрочный выкуп лишает кредиторов шансов позднего погашения (Freund). Но их позиция здесь еще слабее, чем в вопросе о конверсии срочных займов, уплачиваемых сразу целиком: „ведь облигации каждого кредитора могут выйти в тираж, он должен рассчитывать на возможность раннего возврата долга; как же может он претендовать на государство, возвращающее весь долг раньше предположенного срока?“ (см. речь Pallatin во французской палате в 1890 г.). Постепенность погашения устанавливается в пользу должника, который имеет поэтому право отказаться от нее.

Еще менее, казалось бы, оснований имеется против права конверсии займов с премией или займов, выпущенных ниже *pari* и погашаемых по номинальной цене: ведь кредитору выгоднее раньше получить эту премию, чем ждать ее много лет. Но дело в том, что конверсия предпринимается государством лишь в случае превышения такими займами не только эмиссионного курса, но и номинального (паритета), и ранний возврат долга даже при получении премии невыгоден для кредиторов. Таким образом, вопрос об этих займах решается в зависимости от общего отношения к конверсии срочных займов.

Досрочное погашение выигрышных займов отвергается многими юристами, даже признающими такое право в отношении срочных займов; мотив тот, что при досрочном погашении кредиторы лишаются шансов выигрыша,

¹⁾ Freund, Rechtsverhältnisse... Kap. XIX.

увеличивающихся с течением времени по мере сокращения числа билетов. Есть, правда, возможность, удовлетворить их единовременным производством всех последовательных тиражей выигрышей в момент погашения, хотя даже при этом условии шансы выигрыша несколько сокращаются: на каждый билет выигрыш может упасть только один раз.

Погашение выигрышных займов с единовременным производством всех оставшихся тиражей слишком невыгодно, так что государство на таких условиях к нему не прибегнет. В некоторых новейших выигрышных займах право конверсии специально оговорено, чем устраняются юридические споры.

Но в общем доводы против досрочного погашения срочных займов получили признание в современной судебной практике во Франции, Швейцарии, Бельгии, Германии и препятствуют конверсиям именно в тех случаях, когда они выгодны для государства, т. е. когда курс займов стоит выше пары.

Исключительное обложение облигаций государственных займов.

Другим нарушением прав кредиторов является исключительное, повышенное обложение облигаций государственных займов сравнительно с другими видами доходов от денежных капиталов. Общие налоги, не только общеподоходный, но и купонный налог, поскольку он падает на всякие $\%$ -ные бумаги, вопреки мнению некоторых французских писателей, может и должен распространяться на облигации государственных займов, если только их освобождение от налога не оговорено специально при заключении займа. Такое освобождение является льготой, по нашему мнению, нецелесообразной, т. к. она создает бесполезную фикцию высокого (курса) уровня государственного кредита, а фикция и иллюзия — плохое орудие финансовой политики.

Если облигации подлежат налогу, то спрашивается: можно ли распространить это обложение на иностранных держателей. Такое обложение вполне закономерно, если а) налог не падает исключительно на иностранных держателей (на формально внешние займы) или б) если освобождение от налога не указано в договоре (при эмиссии займа, как, напр., в Испании в 1900 г. и в Египте ¹⁾ в 1880 г.

§ 4. Государственное банкротство. ²⁾

Под государственным банкротством в широком смысле слова можно понимать неисполнение государством связанных с его долгами обязательств, нарушающее интересы кредиторов (Körner).

¹⁾ A. Wuarin, *о. с.*, p. 75—79.

²⁾ A. Körner. *Staatsschuldentilgung und Staatsbankerott*, 1893.

Meili. *D. Staatsbankerott in der Rechtswissenschaft*, 1895. P. Dehn. *Moderne St.-bankerott*, 1895.

Некоторые юристы суживают данное определение банкротства, понимая под последним „официальное об'явление путем закона или декрета об отказе государства от исполнения тех или иных обязательств, связанных с долгами“, и противопоставляя его фактическому прекращению платежей: неплатеж, говорит Wuarin (р. 63), еще не означает банкротства; кредиторы обратятся в суды с иском к казне, и иски будут судами признаны, если не привзойдет новое обстоятельство — закон или декрет, об'являющий о прекращении платежей; с этого акта суверенной власти начинается банкротство.

Указанное разграничение несколько опасно, так как государство может, во избежание связанных с официальным актом международных осложнений, ограничиться фактическим прекращением платежей: кредиторам не будет легче от этого, т. к. никаких принудительных мер взыскания долга с казны они не имеют, а для иностранных кредиторов безразлично, прекращены ли платежи фактически или по декрету. Банкротство имеет место как в том случае, когда оно является результатом невозможности уплаты в силу безвыходного финансового положения, так и в случае нежелания государства исполнять свои обязательства. В гражданском праве различают несчастное банкротство (*faillite*), неосторожное (*banqueroute simple*) и злостное банкротство (*banqueroute frauduleuse*); только последние два случая влекут уголовную ответственность банкрота, особенно серьезную при злостном банкротстве. Можно ли распространять это деление на государственное банкротство? Полной аналогии, конечно, нет: а) относительно государства нельзя сказать, что оно абсолютно неплатежеспособно, так как оно может повышать налоги (правда, не *ad libitum*, как утверждает Жез), и его платежеспособность может измениться в будущем, б) с другой стороны ни о какой уголовной ответственности государства не может быть речи.

Тем не менее характер банкротства не безразличен: современная международная практика, как мы увидим ниже, допускает международные принудительные меры лишь в случаях нежелания платить, т. е. злостного банкротства.

Причинами государственного банкротства бывают тяжелые войны, чаще революции и государственные перевороты, очень часто просто расточительное финансовое управление²⁾; если оно было связано с легкомысленными займами на ростовщических условиях, то банкротство получает некоторое оправдание (Jèze).

Виды государственного банкротства.

Мы должны различать а) неуплату следуемых сумм „*Anleihebankrott*“ и б) уплату их ненадлежащими (обесценившимися) денежными

¹⁾ Collas. Der Staatsbankerott und seine Abwicklung, 1904, Wuarin, о. с.; Jèze. Cours, I ch. VIII.

C. Fischer. Vom Staatsbankerott, 1922. Feder (1918), Goldscheidt (1918), Haefner, Hainer, G. Loewj (1922) и др. A. Manes. Staatsbankrotte, Aufl. 1919, Freund, о. с., k. XXIII.

²⁾ Поэтому Jèze утверждает (р. 310) что большей частью встречаются случаи не *faillite*, а *banqueroute*.

знаками—„Geldbankrott“. Последнее имеет место 1) при бумажно-денежном обращении или 2) при порче монеты. В зависимости от степени обесценения, банкротство в этом случае колеблется между легким убытком для кредиторов и полной потерей вложенного в займы капитала. Таково, напр., положение кредиторов в Германии по займам, заключенным в бумажной валюте, т.-е. с 1914 по 1924 г., если только государство не признает необходимым хоть частично вознаградить их (путем „Aufwertung“).

Иностранным кредиторам бумажной валютой платить нельзя—к ним этот вид банкротства неприменим.

Неуплата следуемых сумм может касаться 1) капитальной суммы долга, 2) процентов или 3) того и другого вместе, часто в форме 4) полного отказа от долга—„репудциации“ его. Неуплата капитала или процентов может быть полной или частичной. К последней относятся особые формы банкротства: 5) принудительное понижение процентов (принудительная конверсия), или что сводится к тому же, введение особого налога исключительно на облигации государственных займов или повышенной ставки налога, 6) принудительная консолидация невыплаченных процентов, т.-е. выдача вместо них новых долговых обязательств.

Репудциация представляет наиболее полную форму банкротства. Она часто встречалась в средние века, когда долги монархов имели личный характер, затем при старом режиме во Франции (Сюлли, Кольбер...), в XIX веке — в некоторых штатах Сев. Америки (Миссисипи, Флориде, Арканзасе). Таковые, отвергающие долг, акты сильно подрывают, часто надолго уничтожают кредит государства. От них следует отличать особые случаи: а) репудциации революционными правительствами долгов предшествовавших правительств и б) отказа в признании долгов временных правительств, заключенных в целях борьбы с данным правительством, одолевшим их (о них—в последнем §). Репудциация является не только отказом от платежа, но и отказом в признании долга; следовательно, она возможна и в случае платежеспособности государства.

Чаще происходит отказ от уплаты всего долга или части его, при котором государство не отрицает своих обязательств, но мотивирует свой акт финансовой невозможностью расплаты, часто даже сохраняя кредиторам надежду на их удовлетворение в неопределенном будущем. Таким типом банкротства был закон 1798 г. во Франции, „консолидировавший“ лишь $\frac{1}{3}$ долга путем записи в „Книгу гос. долга“: на остальные $\frac{2}{3}$ (т. н. dette mobilisée) были выданы потерявшие вскоре всякую ценность бонны.

Чаще, впрочем, имели место случаи приостановки в платеже процентов или в погашении займов, или понижения процентов. Менее предосудительно и вредно для держателей облигаций установление специального налога, так как налог — явление временное, он может быть отменен с улучшением финансов, тогда как понижение (Reduction) — мера окончательная. Поэтому австрийское правительство предпочло в 1848 г. (после горячих дебатов в парламентской бюджетной комиссии)

установление 16⁰/о-ного налога на конвертированные займы понижению ⁰/о¹).

Примером консолидации неуплаченных ⁰/о⁰/о служат австрийские указы 1849 г., заменившие купоны и премии по ряду займов новыми 5⁰/о-ными облигациями.

В истории Испании, Португалии, балканских и южно-американских государств банкротства такого рода были обычным явлением. Чаще всего они заканчивались соглашением с кредиторами и частичным возвратом (погашением) долга.

Уплату долгов обесцененной монетой (Münzdevaluation) знал еще Рим, уменьшивший последовательно во время пунических войн в 24 раза вес „асса“: в средние века, наряду с уменьшением веса, прибегали к понижению пробы, скрывая это от населения. С XVIII-го века бумажные деньги избавили от необходимости прибегать к „фальшивой монете“ и дали в руки правительств более легкое и радикальное средство освобождаться от долгов с помощью „fiat money“, начиная с эпохи Джона Ло и кончая нашей эпохой, побившей рекорд в обесценении валют. Такое „денежное“ банкротство бесконечно вреднее для народного хозяйства, чем „займовое“ банкротство (Anleihebankrott), так как оно отражается не только на кредиторах государства, но на всем товарообмене и других сторонах экономической жизни.

При бумажно-денежном обращении возникает вопрос, можно ли застраховать себя от потерь на курсе дня в области частного или государственного кредита путем включения в договор займа условия о платеже золотом или вообще полноценной монетой. Не аннулируются ли подобные договоры введением принудительного курса? Проф. Жез очень подробно останавливается на этом вопросе и приходит к следующим выводам (в отношении государственного кредита): 1) обязательство уплаты по займам „здоровой“ монетой не может быть отменено каким-либо последующим законом; такая отмена является банкротством, 2) если государство обязалось уплатить иностранной валютой (страны кредиторов), а последняя обесценилась, то оно не имеет права платить этой обесцененной валютой, используя в своих интересах лаж, 3) если обещана выплата разными валютами, то право выбора принадлежит кредитору, 4) подтверждение обещания (уплаты полноценной монетой) парламентом необходимо только в том случае, если принудительный курс уже существует; 5) финансовые и экономические выгоды такого обещания, укрепляя кредит, значительно превышают связанные с ним тяготы, 6) последние, равно как политические и социальные невыгоды, представляют, в действительности, результат принудительно курса и инфляции, а не обещания платежа золотом.

Такое строгое отношение к государству-должнику, лишаящее его (п. 2 и 3) даже обычной в гражданском праве привилегии толковать в свою пользу условия договора, расходится с практикой даже в области внешнего кредита; в отношении же внутренних займов закон

¹) Körner, o. c., S. 89—92.

²) G. Jèze. Cours IV (1924), ch. V.

о принудительном курсе отменяет всякие противные ему договорные условия; если парламент не может связывать будущих законодателей в отношении податных изъятий (что так подробно доказывает Жез в другой главе), то он не может связывать их и в вопросе о принудительном курсе; нам неясно, в чем автор усматривает разницу между указанными двумя случаями. Что касается финансовых и экономических последствий обязательства платежей золотом, история русского государственного кредита достаточно ярко показывает их крайнюю отягчительность для бюджета и для платежного баланса страны; в них — главная опасность внешних займов. Оговорка „обязательного паритета“ или платежа золотом есть печальная необходимость стран с непрочной или расстроеной валютой при заключении внешних займов; но она никогда не поднимает кредита.

Банкротство обоих видов — отказ от платежей или платежи обеспеченными деньгами — разоряет кредиторов, туземных или иностранных; его народно-хозяйственные и социальные последствия зависят от распределения кредита, от числа держателей: в странах с „демократизованным“ кредитом, как Франция, они чувствуются особенно сильно.

Само собой понятно, что банкротство подрывает государственный кредит обанкротившегося государства, но не следует преувеличивать этого влияния банкротства: история дает много примеров быстрого восстановления кредита обанкротившихся государств. Банкротства были очень часты в 18 в., начале 19 в.; в некоторых государствах, как, напр., в Испании, они были обычным явлением (Испания банкротилась в 1820, 1834, 1851, 1857, 1872, 1875, 1882 г.г.), и тем не менее, спустя несколько лет, те же государства заключали новые займы. Память у людей коротка, реализующие заем банки получают от таких государств особенно высокие провизии, энергично рекламируют займы, подкупают прессу, и новые подписчики стекаются к их кассам, забыв о потерях своих предшественников. Иногда банкротство даже расчищает удушливую атмосферу долгого финансового кризиса и облегчает дальнейшие кредитные операции.

В литературе поэтому мы встречаем немало защитников банкротства, в том числе среди наиболее ярых противников государственного кредита: так, напр., Юм находил (на основании примера Англии при Карле II), что обывателя слишком легко обмануть, кредит вскоре после банкротства снова процветает, и „умный человек скорее готов будет ссудить деньги государству непосредственно после банкротства, чем перед ним“.

Банкротство часто неизбежно; самосохранение должно быть руководящим принципом государства, как и индивида, и во избежание больших опасностей министры должны иногда прекратить платежи кредиторам и направить податные доходы на покрытие текущих расходов (Essay on public credit).

Голландец ван-Дам предлагал в 1729 г. постепенное банкротство — понижение капитальной суммы долга каждые двадцать лет на 10%, с сохранением платежа %/о/о на более долгий срок.

Историк Нибур оправдывал произведенный законом Лициния в Риме зачет упроченных %/о/о в капитальную сумму долга и мероприя-

тия Сюлли, Смит оправдывал уменьшение веса „асса“ в Риме необходимостью облегчить положение плебеев. Цахарие находил, что потери из-за банкротства иностранных кредиторов представляют „выгоду для нации (обанкротившейся)“. Эта несколько циничная для юриста-международника, узко-националистическая точка зрения довольно распространена, и банкротства были бы еще более частыми, если бы они все-таки не вредили кредиту. Поэтому, говорит Кёрнер, пользуясь характеристикой Рошером банкротства, как насильственной смерти долга, следует пожелать, чтобы долги умерли не насильственной, а естественной смертью — путем выкупа или погашения.

§ 5. Меры против нарушений договора.

Превентивные меры — обеспечение долга ¹⁾.

В те времена, когда государственный кредит еще только зарождался и носил черты частного кредита князей, он имел обычно личное или реальное обеспечение, последнее в форме драгоценностей, затем в форме доменов и, наконец, определенных источников дохода. Современный государственный кредит обычно не требует таких специальных обеспечений, так как он основан на общей (налоговой) платежеспособности государства. Такие специальные обеспечения практикуются только в случаях несостоятельности государства по отношению к иностранным кредиторам и связаны обычно с установлением международного финансового контроля. Ипотека доменов почти совершенно исчезла, так как не представляет для кредиторов выгод (скорой реализации); что касается ассигнованных податных доходов, кредиторам предоставляется непосредственное их взимание, или из них создается особый фонд, заведывание которым поручается органам государства-должника, или представителям кредиторов, или тем и другим вместе. Реальное обеспечение связывает государство в отношении финансовых реформ, ставит обеспеченные им займы в привилегированное положение сравнительно с прочими ²⁾, ведет к созданию отдельных касс и пр. Поэтому государство может согласиться на такое обеспечение лишь в крайнем случае. Если контроль над фондом обеспечения принадлежит иностранным кредиторам, то этим серьезно подрывается политическая независимость государства.

Гарантии. „Личное“ обеспечение заключается в гарантии обязательств одного государства другим или в солидарном заключении займов несколькими государствами. Примеров таких гарантий в истории немало, при чем государство-гарант может лишь обязаться воздей-

¹⁾ Jèze, Cours IV, ch. IV, pp. 235 — 336.

²⁾ По мнению Жеза, это „противоречит основному принципу кредита — равенству обязательств“ (? В. Т.).

ствовать на государство обязанное в случае неплатежа или принимает на себя эвентуальное обязательство уплаты.

Примерами первого типа — „моральной“ гарантии — служит гарантия Францией и Англией в 1846 г. займа Уругвая на 120.000 ф. ст., выпущенного в этих странах, и гарантии Соед. Штатами займов С. Доминго (1907), Никарагуа и Гондураса (1911), в целях примирения доктрины Монроэ с интересами европейских кредиторов.

Чаще, однако, гарант принимает на себя и денежную ответственность с правом рекурса против должника. Таковы гарантии: 1) 5% греческого займа 1833 г. на сумму до 60 м. фр. Францией, Англией и Россией, каждой на одну треть без солидарной ответственности, и 2) греческого же займа 1898 г. на сумму 170 м. фр. (теми же державами), 3) турецкого займа 1855 г. союзниками Турции — Англией и Францией на сумму в 5 м. ф. ст., 4) сардинского (1855), 5) египетского (1855), 6) тунисского (1884), 7) германских займов 1795 и 97 г.г. Англией во время борьбы с Наполеоном и 8) наконец, австрийского займа 1923 г.

Мотивы гарантий были различные: а) помощь государству, попавшему в тяжелое финансовое положение после войны (1, 2 и 8 случаи), б) помощь союзнику во время войны (3, 5 и 7 случаи), в) помощь запутавшимся монархам малокультурных стран, заканчивающаяся протекторатом над ними (6-й и отчасти 5-й случаи). Почти во всех случаях гарантии заканчивались финансовым контролем со стороны государства или государств-гарантов. Большая часть гарантий имели коллективный и притом солидарный характер.

В виду того, что такие гарантии могут потребовать серьезных финансовых жертв от государства-гаранта, они требуют согласия парламента. Государство, заем которого гарантируется, может заключить его на более выгодных условиях, особенно при солидарной ответственности нескольких богатых государств.

Гарантия предпочтительнее для гаранта, чем непосредственная ссуда другому государству; тем не менее она налагает серьезные обязательства в отличие от поручительства в гражданском праве: а) обязанность гаранта платить наступает после неудовлетворения должником требования кредиторов, а не после исчерпания всех активов должника, б) солидарность нескольких гарантов презумируется — долевое поручительство (корреальное) должно быть специально оговорено.

То же следует сказать о совместных займах нескольких государств, как, напр., франко-английский заем в Соед. Штатах. Соглашение России, Франции и Англии в феврале 1915 г. об „объединении их финансовых средств для ведения войны“ намечало такой же путь для всех займов Антанты, но оно встретило в Англии отрицательное отношение банковских кругов, и пришлось отказаться от совместных займов (joint loans), кроме вышеуказанного.

Организации держателей иностранных ценностей.

Кредиторы-подданные государства не имеют большею частью никаких способов восстановления нарушенных их правительством прав

Рентьеры пользуются вообще большим влиянием в законодательных собраниях, с их интересами иногда даже слишком считаются; но если финансовая нужда заставила нарушить их, если актом суверенной власти долги или долговые платежи сокращены или уничтожены, они бессильны. Другое дело — держатели иностранных ценностей, кредиторы иностранных государств: они могут защищать свои интересы. С этой целью они объединяются в особые организации (*Schutzcommittés*). Такие объединения возникли в Англии, Франции, Бельгии, Германии, Швейцарии ¹⁾.

Английская *Corporation of foreign bondholders* возникла раньше всех — в 1873 г. — в качестве частного товарищества; только в 1898 г. акт парламента дал ей определенный статут, в силу которого ее Совет состоит из 21 члена (6 — от ассоциации банков, 6 — от лондонской торговой палаты и 9 кооптируемых самим Советом); Совет созывает (раз в четыре в год) общие собрания кредиторов, он снабжает сведениями местные комитеты (15 — 20), ведет переговоры с заключившими займы правительствами и т. д. Ежегодные расходы корпорации — 9 — 10 тыс. ф. ст., а ее капитал достигал в 1906 г. 176 тыс. ф. Корпорация пользуется полным доверием держателей ценностей и исключительным влиянием на бирже.

Французская *Association nationale des porteurs français de valeurs étrangères* возникла значительно позднее — в 1898 г. — в „целях организации постоянного представительства французских держателей“; она информирует, организует отдельные комитеты держателей (*groupements syndicats*), ведет переговоры от имени держателей и пр. Состав ее иной, чем в Англии: она состоит из а) 25 членов (*membres associés*), избранных общим собранием и вносящих по 1000 фр. ежегодно, б) неограниченного числа *membres adhérents* с совещательным голосом, вносящих по 12 фр., и в) *membres donateurs*. Управление лежит на Генеральном Совете из 9 — 15 лиц и *Comité de direction* из 4 лиц.

Бельгийская ассоциация (1898) управляется „Центральным Комитетом“, состоящим из лиц, избранных общим собранием, делегатов от биржи и от „специальных“ (местных) комитетов.

Несколько иного типа — существующие в Германии и Швейцарии *Treuhandgesellschaften* — акционерные общества, задача которых — не только защита интересов держателей, но и функции финансовых агентов, ведение счетов, ликвидация или реорганизация торговых товариществ и пр. Швейцарское *Treuhandgesellschaft* образовано в 1906 г.; в Германии их несколько; старейшее (*Deutsche Treuhandges.-aktienges.*) создано в 1892 г. и сыграло роль при переговорах с Буэнос-Айресом в 1898 г. и Турцией в 1902 г. Разрозненность германских обществ ослабляет их значение сравнительно с английской или французской организациями.

Большое преимущество описанных ассоциаций заключается в том, что они не стеснены дипломатическими соображениями представителей правительства, а между тем пользуются большим влиянием. Но одно

¹⁾ G. Freund. Der Schutz der Gläubiger gegenüber auswärtigen Schuldnerstaaten. Berl. 1910, — Wuarin, o. c. p. 250 — 63.

условие необходимо для успешной их деятельности—полная независимость от отдельных банков или консорциумов, полная финансовая незаинтересованность; они не должны стремиться к каким-либо коммерческим выгодам и сохранять свободу действий (Wuarin). С этой точки зрения, двойственный характер Treuhandgesellschaften признается нежелательным.

Различные методы восстановления нарушенных прав кредиторов.

В случае наступившего уже неплатежа или иного нарушения прав кредиторов возможны различные решения спора и удовлетворения их претензий: 1) одностороннее решение правительством государства - должника; 2) полюбовное соглашение; 3) арбитраж или 4) принуждение в различных формах и степени.

Первый способ редко удовлетворяет иностранных кредиторов: его часто применяли Испания и Португалия, вызывая жалобы держателей, приводившие к переговорам и компромиссам.

Наиболее частым и целесообразным методом является соглашение (accord amiable) с кредиторами на почве взаимных уступок. Тут-то и проявляют себя вышеописанные ассоциации: они определяют платежеспособность государства, соглашаются на отсрочки платежей, иногда обуславливая их определенными реформами финансов или денежного обращения. Примеры таких соглашений встречались в отношении Аргентины (1843), Испании (1869 и 1900), Португалии (1892): Португалия объявила, что платит по долгам половину, а затем нарушила и это соглашение и предложила 30%; кредиторы подняли шум, но только чрез десять лет добились повышения платежей до 50%, следуемых по договору.

Аргентина принуждена была в 91 г. понизить платежи по долгам из-за расстройств финансов и денежного обращения (курс бумажных денег опустился до $\frac{1}{5}$ номинала). Ротшильд вступил с ней от имени кредиторов в соглашение, по которому последние согласились на понижение платежей, но под условием ассигнования недоплаченных сумм на изъятие бумажных денег. Таким образом кредиторы Аргентины обязывали ее к оздоровлению, в своих и ее интересах, денежной системы. С улучшением экономического положения курс стал повышаться и если бы не затраты на войну с Чили, он дошел бы до паритета.

Бразилия последовала примеру Аргентины и вошла в 1898 г. в соглашение с банкирским домом Ротшильдов с тем же успехом: кредиторы согласились получать в течение трех лет проценты не деньгами, а %-ными бумагами, которые постепенно выкупались; в 1901 г. Бразилия возобновила платежи по долгам.

„Convenio“ Испании с английскими держателями ее облигаций после банкротства 1876 г. не соблюдалось, в 1886 г. было заключено новое соглашение, подтвержденное королевским декретом, по которому Испания обязывалась не облагать облигаций каким-либо налогом. Но после неудачной войны с Америкой она решила подвергнуть их 20%-ному налогу на доходы от денежных капиталов. Пришлось заключить новое

„convenio“ в 1900 г., которое, однако, не получило силы, так как не было ратифицировано кортесами (сенатом) до 1901 года.

„Арбитраж“, т. е. третейский суд, тоже представляет миролюбивую форму решений конфликта. Он предполагает предварительное соглашение сторон о таком решении спора, при чем лучше всего заключать такое соглашение в момент займа, как это было при выпуске Египетского займа 1862 г. Институт международного права рекомендовал еще в 1877 г. включение во все договоры обязательства прибегать в спорных случаях к третейскому суду, Леруа - Болье и др. настаивали на применении его при нарушениях условий займов. Суд должен пригласить экспертов, выяснить экономическое и финансовое положение государства и найти приемлемый компромисс. Гагская конференция мира (о которой речь ниже) выработала основания третейского разбирательства между государством и его (иностранными) кредиторами, но она оставила ряд вопросов не выясненными: 1) нормы какого государства должны применяться судом, 2) кто его созывает: государство кредиторов или банки, 3) как обеспечиваются интересы кредиторов, пока происходит суд: ведь государство-должник может рядом мероприятий ухудшить за это время свое финансовое положение. Примерами арбитража были: решение швейцарским судом спора между Перу и его кредиторами (1892), в 1903 г. решение спора между республикой о. Доминик и С. Штатами, в 1904 г. решение Гагским трибуналом (назначенным русским императором) спора между государствами, подданные которых были кредиторами Венесуэлы (см. ниже).

История банкротств и даже отчасти последнее решение Гагского суда показывают, что мирные способы разрешения конфликтов не составляют правила и что чаще кредиторам приходится прибегать к тем или иным мерам принуждения.

Наиболее мирной из них является отказ в котировке займов данного государства на бирже или на биржах стран-кредиторов. Ассоциации держателей иностранных ценностей имеют на биржах достаточное влияние, чтобы не допустить к котировке займов обанкротившейся страны; во Франции это делает само правительство. Недопущение к котировке, если оно распространилось на все биржи важнейших стран-кредиторов, равносильно закрытию внешнего кредита и служит главным оружием, с помощью которого держатели заставляют государство-должника признавать свои долги и идти на компромиссы, но „для этого необходимы соглашения между важнейшими биржами“ ¹⁾, чему часто препятствует экономическая конкуренция и политическая ситуация.

Вмешательство правительства страны кредиторов.

Когда непосредственные переговоры не дают или не обещают благоприятных результатов, кредиторы обращаются к своему правительству за защитой своих интересов. Должно ли оно оказывать таковую?

Леруа-Болье и другие французские писатели находят, что государство обязано оказывать помощь своим подданным — кредиторам другого

1) Wuarin, ch. V p. 273.

государства, так как интересы рентьеров не менее важны, чем торговые интересы страны. Указанная точка зрения вполне понятна в стране, бывшей до войны „всемирным кредитором“. Защитники вмешательства ссылаются на постановление французской конституции, что „все подданные государства имеют право на защиту без различия“. Их противники справедливо возражают, что ударение здесь на словах „без различия“, а не „право на защиту“. Во всяком случае государство даже во Франции вмешивается лишь в том случае, если этому не противоречат более важные экономические интересы (напр., торговли) или политические соображения.

В Англии правительство не раз отказывалось от вмешательства (Пальмерстон в 1845 г., Сольсбери, впоследствии Кэмпбелл-Баннерман), указывая, что лица, подписавшиеся на займы разных южно-американских республик и других государств с расстроенными финансами, сознательно шли на риск, учитывая его в высоком проценте, и правительство не считает себя обязанным спасать их. Но фактически оно все чаще вмешивалось, правда, избегая реторсий и тем более вооруженного вмешательства.

Судебные решения ¹⁾. Компетенция одного государства (кредитора) в громадном большинстве стран (за исключением Бельгии и Италии) не распространяется на иски к другому государству, да к тому же нет никаких средств понуждения. Остается международный третейский суд, рекомендованный Гаагской конференцией, резолюция которой в 1902 г. воспрещает применение вооруженной силы, за исключением случаев, когда государство уклонилось от суда или от исполнения его решения.

Интервенция ²⁾. В таких случаях остаются только дипломатические переговоры или „интервенция“.

Дипломатическое давление предшествует более радикальным мерам и может оказаться достаточным, особенно если исходит от „концерта“ держав. Так берлинский конгресс побудил Турцию к созданию международной комиссии для ликвидации ее долгов, и она подчинилась этому ультиматуму.

Интервенции, т.-е. вмешательство в дела другого государства без его согласия, были обычным явлением в прошлом (коалиции XVII—XVIII в.в., коалиция против революционной Франции, деятельность „Священного Союза“ в 20-х гг. XIX в., венгерский поход России и пр.), да и теперь, как нам хорошо известно, они не исчезли из международного обихода, и хотя они признаются теперь „не самостоятельным правом, а лишь санкцией других нарушенных прав“, но оценка этих нарушений и правильности интервенции остается на усмотрении отдельных правительств, следовательно, никаким ограничениям не подлежит. Внесет ли в это дело изменения Лига наций, покажет будущее. Против интервенции по случаю нарушений каким-либо государством интересов кредиторов энергично возражали Драго, Bonfils, Passy и др. во имя

¹⁾ Freund. D. Schutz d. Gläubiger § 4.

²⁾ Wuarin, ch. V.

„суверенитета“, указывали на тяжелые, подчас ростовщические, условия займов, на то, что нельзя жертвовать жизнью граждан ради материальных интересов (разве большая часть войн не вызывается материальными интересами? В. Т.), но все это теоретические разговоры: интервенции — факт международной жизни. Южно-американские государства выдвигали против „финансовой“ интервенции доктрину Монроэ, но Соединен. Штаты (Рузвельт), подтверждая эту доктрину, не решились толковать ее в смысле полного отрицания вмешательства европейских государств при нарушении прав их подданных.

Принудительные меры, к которым государство прибегает, могут быть более или менее „энергичными“: реторсии, репрессалии в форме запретов, налагаемых на имущество или капиталы государства-должника, находящиеся в стране кредиторов, прекращение торговых сношений, далее — блокада портов и, наконец, вооруженное вмешательство. Так, в 1902 г., когда Венецуэла после ряда междоусобий отказалась от платежа своих долгов, Англия и Германия блокировали ее порты и начали их бомбардировку. Венецуэла уступила и обязалась уплачивать долг из таможенных пошлин. Французские кредиторы потребовали для себя того же обеспечения, но Венецуэла отказала им, да и Германия и Англия тоже запротестовали, так как Франция не участвовала в блокаде и бомбардировке. Любопытно, что вышеупомянутый Гаагский суд, к которому обратились страны, признал, что соглашение касалось только Англии и Германии. „Таким образом, заключает Леруа-Болье повествование об этом инциденте, „трибунал [мира]“ признал приоритет за нациями, прибегнувшими к вооруженной силе для защиты прав своих подданных“.

§ 6. Международный финансовый контроль.

Наиболее действительной мерой обеспечения кредиторов является контроль над финансами государства-должника. Он возникал большею частью по инициативе ассоциаций кредиторов после дипломатических „внушений“ или интервенций со стороны правительств тех стран, подданными которых были кредиторы. Чаще всего контроль осуществляется несколькими государствами чрез посредство международных финансовых комиссий; после войны возникла новая форма — контроль Лиги наций.

Примером контроля со стороны одного государства, приведшим к протекторату, может служить история Туниса: печальное состояние тунисских финансов и неплатежи по долгам побудили французское правительство вмешаться и заставить бея подчиниться регулированию долгов: они были разделены на общие и текущие; проценты по первым были понижены с 7 до 5%, невыплаченные купоны были консолидированы; обеспечением долга должны были служить таможенные доходы; управление долгом поручалось особой комиссии. В виду того, что бей

не исполнял своих обязательств, контроль был усилен. Платежи увеличились (до $6\frac{1}{2}$ м.); курс облигаций, опустившийся было до $\frac{1}{5}$, поднялся к 80-м годам до $\frac{1}{2}$ номинала. Но затем снова наступило ухудшение.

Более интересна история (международного) финансового контроля в Египте: расточительность хедивов Саида-паши и Измаила-паши привела к „отсрочке“ платежей в 1876 г. и вмешательству представителей Англии и Франции. Унифицированный по декрету 1876 г. долг, достигший 91 м. ф. ст., был по предложению Гошена сокращен, проценты понижены до 6%, но зато часть долга (17 м. ф. ст.) была специально обеспечена доходами железных дорог и Александрийского порта; выделенные из общего долга долги хедива обеспечивались доходами от его доменов „даире“.

Неисполнение хедивом обязательств вызвало в 1878 г. образование контрольной комиссии под председательством Лессепса; после низложения Измаила-паши и замены его Тевфиком-пашей „ликвидационный“ закон 1880 г. создал международную комиссию из представителей пяти заинтересованных держав, разделившей долги на три категории: 1) „привилегированный“ 5%-ный долг, погашаемый в 65 лет и обеспеченный доходами ж. дорог, телеграфа и Александрийского порта, 2) „унифицированный“ (конвертированный) 4%, погашаемый из бюджетных остатков и обеспеченный таможенными доходами и платежами некоторых провинций, 3) неконсолидированные текущие долги, погашаемые на 30% наличными и на 70% облигациями привилегированного долга и 4) 5% долг, специально обеспеченный доходами от государственных доменов (уступленных хедивом) — „даире Санье и Хасса“. Установлен был контроль над бюджетом и отменен закон о „мукабала“ 1871 г., предоставлявший всякому, внесшему шестикратную сумму поземельных сборов, освободиться от половины их. Созданной в 1876 г. „кассе (или комиссии) государственных долгов“ в составе шести иностранных комиссаров было всецело передано заведывание долгами, разрешение правительству новых займов, контроль над обеспечивавшими долг доходами; для эксплуатации железных дорог и Александрийского порта создана была особая администрация (2 англичанина, француз и два туземца). В 1886 г. был создан особый запасный фонд для покрытия недостающих для платежей сумм и чрезвычайных расходов. В 1890 г. оказалось возможным конвертировать 5% долг в 3%-ный, а займы „даире“ в 4%-ные. Финансы Египта улучшались. После оккупации Египта Англией декрет 1904 г. определил сумму, необходимую для долговых платежей, в 3,6 м. егип. фунтов, обеспечив их главным образом поземельными сборами, и предоставил правительству право погашения и дальнейших конверсий с 1912 г.

„Dette ottomane“. Самой значительной организацией международного контроля был созданный „декретом Мухаррема“ от 8/20 декабря 1881 г. международный Совет по управлению государственным долгами Турции. Вызванное восстаниями славян, а затем войной с Россией финансовое растройство и прекращение платежей побудило Берлинский конгресс настоять на урегулировании кредитных отношений; результатом переговоров был упомянутый декрет. Сумма долгов была сокращена до эмиссионного курса (интересная и правильная мысль),

но повышена на 10% взамен недоплаченных процентов; процент был понижен до 4%; погашение — не более 1% — производится из остатков, обеспечивающих долг доходов, за покрытием процентов. Долги разделены по степени предоставленных им ранее гарантий, при чем к ним присоединен долг галатским купцам, пользующимся приоритетом над другими кредиторами. Обеспечивались долги доходами от табачной и соляной монополии, питейных и гербовых сборов, налогов на рыболовство в Константинополе, десятиной с шелководов, остатками таможенных доходов, платежами Болгарии, Кипра, Румынии и пр. Некоторые из этих доходов находились в непосредственном управлении Совета „dette ottomane“ (соляная монополия, гербовые и питейный сборы), другие (десятина) взимались турецкими властями, табачный доход был сдан смешанному о-ву, организованному Оттоманским банком и двумя немецкими (Creditanstalt, Bleichröder), уплачивавшему ежегодно 750 тыс. тур. ф. Эти налоги и сборы не могли быть изменяемы без согласия Совета. Последний состоял из представителей держателей разных стран, включая Турцию. Способы назначения их были различны: одни избирались соответственными ассоциациями, другие банковыми синдикатами (Франция, Германия, Австрия), третьи Торговой Палатой (Италия), четвертые — общим собранием держателей (Турция). Совет и избранный им директор заведывали взиманием налогов, сдачей в концессию, распределением поступлений; конверсия долгов допускалась при условии согласия квалифицированного большинства держателей в Англии и соответственных органов — в остальных странах. Совет обязан был отчетностью пред турецким министерством финансов и подлежал его контролю, а турецкое правительство обязалось оказывать ему всяческое содействие.

Таким образом декрет Мухаремма, взамен некоторого сокращения капитальной суммы долга и $\frac{9}{10}\%$, давал кредиторам весьма солидное обеспечение в размере до $4\frac{1}{2}$ м. тур. ф. (1910 г.), из которых 1,1 м. от соляной монополии, 1,1 от 3% надбавки к таможенным пошлинам, 0,3 м. — табачный доход и пр.

Главным кредитором была Франция, где было размещено ко времени войны до $\frac{2}{3}$ турецкого долга. В настоящее время Лозанским договором управление доходами передано турецкому правительству, Совет представителей кредиторов имеет лишь совещательный и контрольный характер.

Другими примерами международного финансового контроля служат Греция, Сербия и ныне Австрия.

Греция издавна находилась в тяжелом финансовом положении. В 1893 г. она понизила платежи на $\frac{2}{3}$, что вызвало протесты кредиторов; после войны с Турцией, когда ее финансы окончательно расстроились, державы, гарантировавшие ее займы, организовали в 1898 г. международную комиссию из представителей шести великих держав (ныне три отпали: два — по версальскому миру, русский — фактически). Долги обеспечивались доходами монополий — соляной, нефтяной, спичечной, карточной и наксосской эмери, табачным акцизом, гербовыми пошлинами и таможенными доходами Пирейского порта, исчисленными в общей сумме в 39, 6 м. драхм; в случае, если бы поступления перечисленных налогов не достигли 85% исчисленной суммы, недостаток должен покрываться

из других источников. Греческое правительство не может изменять обес-
печивающих долг налогов без согласия комиссии. Взимание их предо-
ставлено акционерному о-ву (*société de régie des revenus affectés au
service de la dette publique hellénique*) под контролем комиссии. Со-
гласие последней требуется для заключения греческим правительством
займов по покрытию дефицита и текущих долгов сверх 10 м. фр.
В случае разногласий с правительством спор решается третейским
судом. Комиссия обязана отчетностью перед правительством.

Описанный финансовый контроль представляет, как и в Турции,
серьезное ограничение суверенитета Греции. Финансовые результаты
оказались удачными, курс займов повысился, и греческие подданные
начали постепенно скупать их (как и в Италии). События последних
лет снова расстроили греческие финансы.

Сербия тоже предоставила для долговых платежей поступления от
своих монополий, таможен и пр. (зак. 1895, 1900), но „Совет администрации“
состоит в противоположность Греции, из четырех сербов и только одного
иностранца француз (германский делегат после версальского мира отпал).

Лига наций, проектируя оздоровление финансов европейских
государств, выработала некоторые общие принципы, которые она приме-
нила к первому обратившемуся к ней за содействием государству —
к Австрии. Когда на краю полного истощения разоренная и обанкро-
тившаяся Австрия обратилась к европейским державам за помощью,
таковая была ей предоставлена в форме коллективной гарантии не-
сколькими державами (Англией, Францией, Чехословакией, Италией и др.)
внешнего займа Австрии сроком на 20 лет (1923—1943) на сумму до
585 м. крон, реализованного частями в 10 государствах из 6—7% по
курсу 80—93 (след. в 10 различных валютах). В случае неплатежа
со стороны Австрии гаранты вносят вместо нее свои доли (гарантия не
солидарная); но „личная“ гарантия подкреплена реальным обеспечением
долга, и именно: доходами табачной монополии и таможенными, в случае
недостаточности их другие доходы обращаются на ту же цель. Над
австрийскими финансами установлен строгий контроль, осуще-
ствляемый посредством контрольного комитета из представителей госу-
дарств-гарантов и трех уполномоченных ими комиссаров (*trustees*,
fiduciaires), избираемых Советом Лиги наций; на последних лежит прием
и распределение долговых платежей.

§ 7. Разверстка государственных долгов ¹⁾.

Последняя война и последующие события совершенно перекроили
карту Европы: некоторые великие державы распались на ряд мелких
держав (Австро-Венгрия) или лишились значительных территорий (Россия,

¹⁾ А. Н. Зак. Разверстка государственных долгов. Берл. 1923. Jèze. Cours
(1923), ch. IX.—Appleton. Des effets des annexions sur les dettes de l'état dé-
membré ou annexé, 1895.—M. Huber. Die Staatensuccession, 1898.—Keith. The
theory of state succession, 1907.—Schmidt. Der Uebergang der Staatsschulden
bei Gebietseinteilungen, 1915 и пр.

Германия), образовавших самостоятельные государства (Польша, прибалтийские г-ва) или вошедших в состав соседних г-в. В виду этого ныне получил особенное значение вопрос о государственном преемстве и, в частности, о связанном с ним распределении долгов расчлененных государств: должно ли государство, приобретающее новую территорию, принять на себя долг расчлененного (или исчезнувшего) государства и в какой мере? Каковы непосредственные отношения того и другого к кредиторам? Каковы основания (масштаб) разверстки, если таковая имеет место, и способы ее осуществления?

Общий вопрос о государственном преемстве (Staatsuccession) вызывает много споров в юридической литературе: одна теория отрицает преемственность при изменении территории или расчленении государства, основываясь на том, что права и обязательства связаны с суверенной властью государства, а не с его территорией; поэтому принципиально долги расчлененного государства не переходят на государство, отнявшее или иначе приобретшее часть его территории.

Эта „строгая юридическая“ точка зрения, имевшая много сторонников, вызывает возражения даже с теоретической стороны, а тем более в практическом применении: государственные долги обеспечиваются „всем достоянием государства“, платежеспособностью страны, уменьшающейся при отторжении части территории, государственный кредит, даже не имеющий специального обеспечения, представляет собой *Reallast* (Huber) и потому должен распределяться соответственно экономическому базису. Последовательное применение теории, отвергающей преемственность обязательств, приводит, по справедливому замечанию А. Зака, к абсурду: „по мере постепенного таяния государства долг его повис бы в воздухе, так как некому было бы в конце концов нести за него ответственность“. Для кредитора при подписке решающее значение имеет актив государства, его достояние, его бюджет, о чем сообщаются данные при допущении к котировке на биржах. Итак следует признать правильным принятие на себя государством-преемником соответственной доли долгов государства расчленяемого, и притом эта доля должна падать не только на отделяемую территорию, как предлагает Appleton, а на все государство целиком (по крайней мере, в отношении общих долгов, не имеющих специального обеспечения доменами данной территории или специального назначения). Указанное решение вопроса мы встречаем в громадном большинстве международных договоров, касавшихся судьбы долгов при изменениях территории: таковы договор в Кампо-Формио 1797, передавший бельгийские провинции Франции, люневильский (1801) пресбургский (1805) . . . , постановления венского конгресса 1815; так был решен вопрос при отделении Бельгии от Голландии в 1830 г., при присоединении к Пруссии Гогенцоллерна в 1849 г., при передаче Ломбардии Сардинскому королевству в 59 году; Берлинский конгресс 1878 г. перенес на освобожденные славянские государства часть турецкого долга (правда, фактически не уплаченную ими); принцип разверстки был признан и версальским мирным договором и если Франция не приняла на себя части германских долгов, падающей на Эльзас-Лотарингию, то это исключение было специально мотиви-

ровано аналогичным отказом Германии в 1871 г. при аннексии этих областей.

Итак принцип разверстки можно считать прочно утвердившимся в международной практике.

Нужно иметь в виду, что разверстка долгов не решает еще вопроса об ответственности государства пред кредиторами: нужно разграничить, как показал Appleton, *droit de contribution* и *droit de poursuite*; кредиторы имеют право непосредственного притязания только по отношению к государству, заключившему заем; разверстка касается отношений между данными двумя государствами, а не между государством-должником и кредиторами, если только не произошла новация обязательства, если государство-преемник не приняло на себя не только участия в платежах, но и непосредственной ответственности пред кредиторами (*Jèze*).

Масштабом разверстки могут служить: а) площадь отошедшей территории, б) население ее, в) сумма получавшихся от нее налоговых или иных доходов или г) общая платежеспособность. Точного учета всех связанных с отделением какой-либо области сокращений в доходах и убытков (*lucrum cessans* и *damnum emergens*) произвести невозможно. Необходимо руководствоваться относительною ролью области в финансово-экономическом балансе страны. Площадь территории является в этом отношении наиболее грубым и неудовлетворительным критерием; население тоже грубый, но все-таки более приемлемый признак, особенно в экономически мало развитых странах; наиболее целесообразным масштабом следует признать сумму податных поступлений в данной области. Впрочем, вопрос должен решаться в зависимости от конкретных обстоятельств: характера податной системы и пр.

Способы разверстки тоже различны: 1) если государство-преемник согласилось на новацию обязательств и на непосредственную ответственность пред кредиторами, такая разверстка называется реальной: она может быть применяема в разных формах, из которых наиболее целесообразной А. Зак признает замену определенного числа облигаций государства-должника соответственным числом облигаций государств-преемников; 2) при контрибутивной системе долг лежит попрежнему на расчлененном государстве, но государства-преемники вносят ему соответственные доли платежей; эта система ставит первое государство в зависимость от финансовой устойчивости и доброй воли государств-преемников платить свои долги, так, напр., Болгария, Сербия и Черногория ничего не внесли из возложенной на них берлинским конгрессом доли турецких платежей; 3) более целесообразна система „эквилизионных облигационных займов“, при которой государство-преемник выпускает на сумму причитающейся с него доли облигационный заем и передает облигации или реализованные суммы государству, уступившему ему часть территории.

Разверстка австрийского долга представляет самый любопытный пример разрешения вопроса. Согласно Сен-Жерменскому договору 1) долги военного времени легли всецело на Австрию, 2) что касается довоенных займов, они распределены следующим образом: а) долги,

обеспеченные доменами, распределены в зависимости от размера отошедших к каждому государству доменов, б) остальные займы разверстываются в зависимости от податной платежеспособности отошедших областей. Если таким образом масштаб разверстки выбран удачно, то нельзя сказать того же относительно способа расчетов. Принята была реальная система разверстки, т.е. обязательства новированы, и кредиторы старой австро-венгерской монархии становятся непосредственными кредиторами новых государств; это вполне целесообразно.

Но способ расчетов — очень сложен и основан на случайных моментах, которые могут очень серьезно отразиться на интересах кредиторов: в каждом государстве находящиеся в нем облигации подверглись и темпелеванию и заменены облигациями данного государства; если сумма протемпелеванных облигаций меньше причитающейся на государстве доли долга, оно обязано передать репарационной комиссии новые облигации на недостающую сумму, в противном случае оно получает соответствующую сумму. Этот метод приводит, по справедливому указанию Зака, к тому, что государства, протемпелевавшие более следуемого с них, получают облигации наиболее слабых в экономическом и финансовом отношении государств (в которых обращалось мало облигаций); следовало организовать разверстку так, чтобы старые облигации были обменены на пропорциональное количество облигаций всех остальных государств-преемников. К тому же принятая система привела к наплыву облигаций в государства с более прочной валютой (Чехо-Словакию) к их явному ущербу: приняв на себя долг в размере протемпелеванного числа облигаций, они получают в качестве компенсации облигации бедных, разоренных государств (недоптемпелевавших). Таков основной недостаток принятой Сен-Жерменским договором системы разверстки, не говоря о более мелких недочетах в деталях, касающихся отдельных категорий долгов.

ОГЛАВЛЕНИЕ.

	СТР.
Гл. I. Понятие, условия и значение кредита.	5—33
§ 1. Понятие кредита	5—7
§ 2. Условия применения кредита	7—11
§ 3. Неожиданные расходы и средства их покрытия. Запасы или кредит?	11—13
§ 4. Война и финансы. Налоги или займы?	13—20
§ 5. Экономическая роль государственного кредита и связанные с ним общественные интересы	21—24
§ 6. Развитие государственного кредита	24—28
§ 7. Отношение к государственному кредиту в финансовой литературе	28—33
Гл. II. Виды и формы Государственного Кредита.	34—64
§ 1. Основное деление Государственного кредита	34—36
§ 2. Классификация Государственных Займов. Займы натуральные и денежные. Внешние и внутренние	36—41
§ 3. Займы принудительные, патриотические и добровольные	41—46
§ 4. Бессрочные и срочные займы	46—50
§ 5. Выигрышные займы	50—57
§ 6. Текущие долги	57—64
Гл. III. Реализация Государственных Займов.	65—97
§ 1. Способы заключения займов	65—67
§ 2. Эмиссия и банковские консорциумы	68—72
§ 3. Техника эмиссий	72—76
§ 4. Именные записи в книгу государственного долга	76—79
§ 5. Условия займов. Процент и эмиссионный курс	79—85
§ 6. Освобождение облигаций Государственных займов от налогов.	85—90
§ 7. Условия, определяющие высоту процента и курса	90—94
§ 8. Изменения процентов по государственным займам в XIX и XX веках	94—97
Гл. IV. Конверсии и погашение государственных долгов.	98—118
§ 1. Понятие, задачи, экономическое значение, принципы и техника Конверсий	98—102
§ 2. Виды Конверсий	102—107
§ 3. Современные Конверсии	107—110
§ 4. Погашение государственных долгов	111—118
Гл. V. Правовые проблемы государственного кредита.	119—145
§ 1. Законодательное утверждение займов. Управление государственным кредитом	119—122
§ 2. Заем, как договорное обязательство	122—125
§ 3. Нарушение прав кредитора	125—128
§ 4. Государственное банкротство	128—133
§ 5. Меры против нарушений договора. Первостепенные меры — обеспечение долга	133—139
§ 6. Международный финансовый контроль	139—142
§ 7. Разрешение споров по государственным долгам	142—145



000108239

ЮФ СПбГУ